

Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

THIAGO FERRETTI DO CARMO

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: um estudo sobre o viés
do *status quo* com alunos de graduação da UnB.**

Brasília – DF
2016

THIAGO FERRETTI DO CARMO

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: um estudo sobre o viés
do *status quo* com alunos de graduação da UnB.**

Projeto de monografia apresentado ao Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto

Brasília – DF

2016

THIAGO FERRETTI DO CARMO

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: um estudo sobre o viés
do *status quo* com alunos de graduação da UnB.**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do
aluno

Thiago Ferretti do Carmo

Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto
Professor Orientador

Dr. Antônio Almeida Júnior
Professor Examinador

Me. Amanda Nascimento Paiva
Professora Examinadora

Brasília, 05 de dezembro de 2016

Aos meus pais e meu irmão, que estiveram comigo a cada segundo no período mais difícil da minha vida, quando fui vítima de um acidente de trânsito que me debilitou por muito tempo. Mesmo morando longe, sei que vocês estão sempre comigo. Obrigado por me incentivarem durante esta jornada. Aos meus tios e amigos do Rio de Janeiro, por me demonstrarem que o sentimento é mais forte que a distância. Aos meus amigos de Brasília, por serem minha família nesta cidade que aprendi a amar. Por fim, à Universidade de Brasília, pelo privilégio de estudar em uma das melhores instituições de nível superior do país. Serei eternamente grato por esta oportunidade.

RESUMO

Uma das premissas do modelo contemporâneo de finanças é a racionalidade do tomador de decisão, manifestada através da busca pela maximização da utilidade. Um modelo alternativo, denominado finanças comportamentais preconiza que nem sempre as decisões humanas podem ser consideradas racionais. Quando o modelo racional apresenta uma falha ocorre uma anomalia. Uma dessas anomalias, conhecida como viés do *status quo*, é decorrente de um efeito denominado aversão à perda, onde as perdas assomam como maiores do que os ganhos equivalentes. Assim, o viés do *status quo* representa uma inclinação dos tomadores de decisão a escolher determinada alternativa, quando ela é enquadrada como a opção pré-definida, o que viola o axioma da invariância da Teoria da Utilidade Esperada.

Palavras chave: finanças comportamentais, aversão à perda, viés do *status quo*.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Mercado eficiente.....	24
Figura 2 - Mercado de aprendizado lento.....	24
Figura 3 - Mercado com reação exagerada.....	24
Figura 4 - Par de problemas de decisão em cenário de ganhos.	30
Figura 5 - Par de problemas de decisão em cenário de perdas.	30
Figura 6 - Função de valor da Teoria do Prospecto.	33
Figura 7 - Teste do qui-quadrado	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Caracterização da amostra	39
Tabela 2 - Resumo dos dados coletados	42

LISTA DE ABREVEATURAS

HME – Hipótese dos Mercados Eficientes

TUE – Teoria da Utilidade Esperada

SQ – Enquadramento *Status Quo*

NT – Enquadramento Neutro

ASQ – Enquadramento Alternativa ao *Status Quo*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	Formulação do problema	11
1.2	Objetivo Geral	12
1.3	Objetivos Específicos	12
1.4	Justificativa	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	Expectativas racionais	14
2.2	O passeio aleatório e Hipótese dos Mercados Eficientes	17
2.2.1	As formas de eficiência	20
2.2.2	Críticas ao modelo de eficiência de mercado	22
2.3	Aspectos comportamentais	25
2.3.1	Limites à arbitragem	26
2.3.2	Racionalidade e comportamento	28
3	METODOLOGIA E TÉCNICAS DE PESQUISA	38
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa	38
3.2	População e amostra	38
3.3	Caracterização dos instrumentos de pesquisa	39
3.4	Procedimentos de coleta e análise de dados	41
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	41
4.1	Resumo dos dados	41
4.2	Taxa de frequência dos enquadramentos	42
4.3	Análise estatística	44
4.4	Limitações desta pesquisa	45
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	46
	REFERÊNCIAS	48
	Apêndice A - Questionário Neutro	51
	Apêndice B – Questionário <i>Status Quo</i> 1	52
	Apêndice C – Questionário <i>Status Quo</i> 2	53
	Apêndice D – Questionário <i>Status Quo</i> 3	54

1 INTRODUÇÃO

Todo ser humano é um tomador de decisões. Em alguns momentos o que está em jogo é uma questão cotidiana, como a escolha de um prato entre os vários disponíveis no cardápio de um restaurante. Já na decisão da compra de um imóvel, o cenário é muito mais complexo, o que torna o processo decisório mais desafiador.

Tal característica remonta ao homem primitivo. Afim de garantir sua sobrevivência, ele era obrigado a resolver várias questões. Algumas, como escolher o que comer diante de grande disponibilidade de alimento, não implicavam consequências graves em caso de erro. Outras, como definir a melhor rota de fuga de um predador, podiam representar a diferença entre a vida e a morte. Assim, mesmo sem conhecer o processo, o homem primitivo já era obrigado a decidir. Em outras palavras, a necessidade de tomar decisões faz parte da natureza humana.

A qualidade de uma decisão depende, principalmente, da maneira pela qual o agente conduz o processo decisório. Caso ele utilize prioritariamente a razão, as decisões tendem a ser melhores do que aquelas guiadas pela emoção. Dessa forma, no que tange às decisões humanas, será possível afirmar que elas são sempre baseadas na razão?

Nesse contexto, o modelo moderno de finanças preconiza que os agentes econômicos são seres perfeitamente racionais, ou seja, são indivíduos que decidem após analisarem as informações disponíveis e considerarem todas as possibilidades, o que remete ao conceito de *homo economicus*. (HALFELD; TORRES, 2001, p. 65). Um dos pilares deste modelo é a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), detalhada por Eugene Fama em 1970 (KIMURA; BASSO; KRAUTER, 2006, p.42), com a publicação do artigo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*.

Sob tal ótica, um dos pressupostos da HME é que os agentes econômicos costumam decidir racionalmente, conforme a utilidade esperada (KIMURA; BASSO; KRAUTER, 2006, p.45). Assim, a Teoria da Utilidade Esperada (TUE), descrita em 1947 por John von Neumann e Oskar Morgenstern, constitui um dos pilares teóricos da HME.

Mas em um cenário composto por vários agentes, não seria razoável esperar que alguns deles não ajam conforme paradigmas racionais? Certamente. Entretanto,

segundo a HME, os mercados serão eficientes mesmo que investidores não racionais façam parte de sua composição. Isso se deve ao fato de que os erros cometidos pelos irracionais não são correlacionados, acabando por se anular. Caso, eventualmente, algum ruído decorrente da ação dos não racionais permaneça, a atuação dos arbitradores irá corrigir tais distorções. Em resumo, de acordo com a HME, para que um mercado seja eficiente não é necessário que todos os seus agentes sejam racionais.

Nesse sentido, após a realização de testes que comprovaram sua eficácia, a HME reinou praticamente absoluta no universo dos teóricos das finanças. Michael Jensen, outro expoente dos mercados racionais, chegou a afirmar que não havia proposição econômica com maior evidência empírica do que a Hipótese dos Mercados Eficientes. (FOX, 2011, p. 249).

Tal situação começou a se alterar no final da década de 1970, quando estudos que tinham como objetivo entender o comportamento humano e o processo de tomada de decisão sob risco foram publicados (HALFELD; TORRES, 2001, p. 65). O principal deles, intitulado *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* foi publicado em 1979 por Daniel Kahneman e Amos Tversky.

Neste artigo, os autores demonstraram que os tomadores de decisão exibiam comportamentos até então desconsiderados pela teoria moderna de finanças, como a aversão à perda, que confrontavam a Teoria da Utilidade Esperada. (HALFELD; TORRES, 2001, p. 66).

Entretanto, existem críticas às teorias comportamentais. Fama (1997, p.8) reconhece a existência de modelos comportamentais que explicam desvios específicos dos mercados. Porém, seu argumento é de que os modelos devem ser julgados conforme sua capacidade de explicar o cenário global e não apenas situações pontuais. Assim, sua conclusão é que as teorias comportamentais não são melhores que a HME para explicar a dinâmica dos mercados, uma vez que não dispõem de uma hipótese única para explicar seus desvios

Dessa forma, é possível observar no meio acadêmico um debate amplo que divide os teóricos das finanças em duas correntes: a dos mercados eficientes e a das finanças comportamentais.

1.1 Formulação do problema

A Teoria da Utilidade Esperada constitui uma das bases fundamentais do modelo moderno de finanças. De acordo com a TUE, diante de uma decisão, um agente escolherá a opção que maximizar sua utilidade. Segundo Kahneman e Tversky (1984, p. 343), esta teoria possui alguns axiomas, “que deveriam governar as preferências de um tomador de decisão racional”.

Assim, Kahneman e Tversky (1984, p. 343), destacam quatro axiomas que formam as diretrizes da Teoria da Utilidade Esperada: Transitividade: “se A é preferido de B e B é preferido de C, então A é preferido de C”; Substituição: “se A é preferido de B, então uma possibilidade fortuita de obter A ou C é preferível a uma possibilidade fortuita de obter B ou C”; Dominância: “se a perspectiva A é no mínimo tão boa quanto a perspectiva B em todos os aspectos e melhor do que B em ao menos um aspecto, então A deve ser preferido a B”; e Invariância: “a ordem de preferência entre as perspectivas não deve depender da maneira pela qual são descritas.”

Dessa forma, caso se comprove que as escolhas dos tomadores de decisão violam sistematicamente algum dos axiomas acima, a racionalidade inerente à teoria moderna de finanças ficará comprometida.

Nesse sentido, Samuelson e Zeckhauser (1988) conduziram estudo onde observaram que a rotulagem de uma alternativa como *status quo*, isto é, como aquela que mantém o estado atual das coisas, aumenta a chance dessa alternativa ser escolhida, o que viola o axioma da invariância da Teoria da Utilidade Esperada.

Assim, este trabalho pretende adotar metodologia semelhante à de Samuelson e Zeckhauser (1988), para responder a seguinte pergunta: o enquadramento de uma alternativa como *status quo* pode alterar as preferências de um tomador de decisão?

1.2 Objetivo Geral

Este trabalho tem por objetivo geral realizar um estudo sobre a tomada de decisão com alunos de graduação da Universidade de Brasília, sob a ótica das finanças comportamentais, visando identificar a presença da anomalia conhecida como viés do *status quo*.

Em outras palavras, pretende-se verificar se o enquadramento de uma alternativa como *status quo*, isto é, como o padrão vigente no momento da tomada de decisão ou, no mesmo sentido, como a manutenção de algo que já está sendo executado, influencia a escolha a ser efetuada.

1.3 Objetivos Específicos

Afim de alcançar o objetivo geral acima descrito, faz-se necessário realizar uma revisão bibliográfica sobre o tema, de acordo com sua evolução ao longo do tempo, desde o surgimento da Hipótese dos Mercados Eficientes, até que os fatores comportamentais passassem a ser considerados.

Em seguida, pretende-se aplicar uma versão adaptada do questionário proposto por Samuelson e Zeckhauser (1988) na população em estudo, com o objetivo de coletar os dados que serão utilizados na pesquisa.

Por fim, será feita uma análise dos dados coletados, bem como uma comparação com os resultados obtidos no estudo descrito no parágrafo anterior, a fim de verificar se há indícios da presença do viés do *status quo* na população em referência.

Portanto, afim de alcançar os objetivos acima descritos, esse trabalho está dividido em quatro partes: a primeira delas, o referencial teórico, destaca a evolução da temática ao longo do tempo e os principais estudos já realizados; em sequência, nos métodos e técnicas de pesquisa, a metodologia utilizada no trabalho é detalhada; a seguir, nos resultados e comentários, os dados coletados são analisados e comparados com o estudo original, permitindo efetuar as conclusões e recomendações na parte final.

1.4 Justificativa

Os defensores das finanças comportamentais alegam que as variáveis financeiras podem ser influenciadas por ações não racionais dos agentes econômicos. Em 2002, Daniel Kahneman foi o primeiro teórico desta corrente a receber o Prêmio Nobel de Economia, o que estabeleceu as finanças comportamentais como uma teoria desafiadora à Hipótese dos Mercados Eficientes (KIMURA; BASSO; KRAUTER, 2006, p. 42).

Posteriormente, em 2013, o Prêmio Nobel de Economia atraiu a atenção da mídia por dois motivos. Primeiro, porque o comportamento dos preços dos ativos é um assunto de interesse geral. Segundo, pelas formas diferentes como os laureados daquele ano interpretam os movimentos dos preços: enquanto Robert Shiller, é famoso por seus estudos sobre bolhas de preço e irracionalidade, Eugene Fama acredita que a flutuação dos valores dos ativos pode ser compreendida através de modelos econômicos que consideram os investidores seres racionais (CAMPBELL, 2014, p. 1).

Assim, no ano de 2013, entre os economistas agraciados com a maior honraria no campo da economia, dois deles possuem correntes de pensamento diametralmente opostas. Enquanto Eugene Fama é autor do artigo que deu origem à Hipótese dos Mercados Eficientes, Robert Shiller é um dos maiores nomes da corrente comportamental. Isso demonstra como o debate entre os que defendem os mercados eficientes e aqueles que consideram os paradigmas comportamentais é relevante no meio acadêmico.

Portanto, considerando a relevância do tema, e tendo em vista que os estudos sobre finanças comportamentais são recentes em nosso país, este trabalho busca contribuir com o desenvolvimento de tal linha de pesquisa, ao procurar identificar desvios comportamentais na população em estudo, manifestados através da anomalia conhecida como viés do *status quo*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Projetar o futuro sempre foi um dos grandes desejos da humanidade. Diante da necessidade de efetuar uma escolha, ter a capacidade de conhecer hoje o que vai acontecer amanhã faria com que as decisões tomadas no presente fossem bem melhores. Isso ocorre porque o conhecimento prévio do futuro eliminaria um componente crítico da tomada de decisão: a incerteza.

Portanto, se um agente possuísse algum método para prever os movimentos do mercado, ele enriqueceria em pouco tempo, uma vez que montaria uma carteira contendo apenas ativos que apresentariam retornos positivos. Uma vez que não há como garantir previamente qual direção será seguida pelo mercado, os métodos de análise de ações mais utilizados atualmente trabalham com estimativas, assim como a meteorologia descreve a possibilidade de chuva em determinado dia.

Dessa forma, todo agente que atua nos mercados financeiros incorre em determinado grau de risco, contra o qual jamais conseguirá estar totalmente protegido, por mais sofisticado que seja seu método de análise.

2.1 Expectativas racionais

Os estudos iniciais sobre o comportamento do mercado datam do início do século XX. Taqqu (2001, p. 19) argumenta que Louis Bachelier, ao defender sua tese de doutorado denominada *Teoria da Especulação*, utilizou o movimento browniano como modelo para a performance das bolsas. Cita também que Bachelier foi “o primeiro a fornecer uma interpretação para as trajetórias do movimento browniano, e suas teorias prefiguram o desenvolvimento da teoria moderna da matemática financeira.”

A distribuição normal, ou gaussiana, era constantemente observada em fenômenos naturais. Assim, era tentador para cientistas da época utilizá-la em questões humanas, como Bachelier fez em relação aos movimentos da bolsa de valores de Paris (FOX, 2011, p. 23).

Em sua tese, Bachelier notou que as mudanças de preço em um dado instante eram imprevisíveis no que diz respeito à direção, embora fossem

previsivelmente pequenas. Assim, o especulador “analisa as causas que poderiam influenciar a subida ou a queda dos valores no mercado, ou a amplitude das flutuações. Suas induções são totalmente pessoais, uma vez que a “contraparte na transação tem necessariamente opinião contrária” (Bachelier *apud* FOX, 2011, p. 24-25).

Embora inovador, o trabalho de Bachelier tinha uma limitação conhecida por ele, que o fez limitar a aplicação de suas fórmulas: a distribuição normal funciona bem nas ciências físicas. Entretanto ela é o produto de causas independentes e aleatórias, o que não é o caso de questões relacionadas ao comportamento humano (FOX, 2011, p. 24).

Posteriormente, Fred Macaulay, em 1925, elaborou uma experiência que buscava zombar dos previsores do mercado: uma moeda foi lançada várias vezes, sendo que cada resultado “cara” era considerado um ponto percentual para cima, ao passo que cada resultado “coroa” era considerado um ponto percentual para baixo. Após plotar os lançamentos em um gráfico, Macaulay verificou que a semelhança com um gráfico de bolsa de valores era enorme, o que o levou a concluir que o rumo de uma curva gerada pela sorte não poderia ser previsto. Macaulay sabia, entretanto, que a aleatoriedade real não se comporta de acordo com a distribuição normal. Assim como Bachelier e Poincaré já haviam percebido, às vezes as pessoas reagem por impulso (FOX, 2011, p. 47-48).

Não tardaria para que reações impulsivas aparecessem. O famoso economista Irving Fisher, que em 1906 publicara o livro *A natureza do capital e da renda*, argumentou, no final do século XX que o mercado de ações norte-americano atingira um patamar permanentemente alto (FOX, 2011, p. 20). Entretanto, o que se viu em sequência, no final de 1929, foi um dos maiores crashes já registrados no mercado de ações.

Em 1932, Fisher admitiu falhas em seu raciocínio no que diz respeito ao comportamento do Banco Central dos Estados Unidos e ao nível de endividamento dos americanos. Entretanto, o reconhecimento dos seus erros não foi suficiente para evitar seu caos financeiro e Fisher teve que recorrer a um familiar afortunado para não ir à bancarrota (FOX, 2011, p. 44).

O fracasso da previsão de Fisher indicou que a racionalidade não estava nas previsões e sim nas expectativas. Como Bachelier e Macaulay concluíram, prever o lado para onde os preços se movimentariam era impossível. Porém, o conjunto

viável de possibilidades para onde os preços poderiam se movimentar, fosse para cima ou para baixo, podia ser descrito com boa precisão.

Dito de outra forma, não era possível prever a direção para onde os preços caminhariam. Entretanto a amplitude de tais movimentos, independentemente de sua direção, limitava-se a algumas opções que podiam ser razoavelmente descritas, com exceção de situações raras onde a racionalidade era totalmente ignorada. Ou seja, podia-se prever apenas o quanto o mercado ia se movimentar e não para onde seria tal movimento.

Este cenário deu origem à hipótese das expectativas racionais, descrita por John Muth em seu artigo de 1961, denominado *Rational Expectations and The Theory of Price Movements*. Tal hipótese tinha como objetivo central conciliar a racionalidade com o mecanismo de formação de expectativas (MENDONÇA, 2002, p. 47).

A abordagem das expectativas racionais difundiu-se a partir do enfraquecimento da economia keynesiana, devido à atuação de professores influentes da época, especialmente Robert Lucas (FOX, 2011, p. 220). Lucas argumentava que os agentes faziam o melhor uso possível das informações às quais tinham acesso. Assim, em um cenário de barreiras informacionais inexistentes, os agentes não criariam ilusões monetárias (MENDONÇA, 2002, p. 47).

Segundo Fox (2011, p. 220), a hipótese de Muth não era de que os agentes ficavam tentando adivinhar racionalmente o futuro. Porém, quando se tirava uma média daquilo que os agentes esperavam de uma economia, ela era próxima às previsões de modelos econômicos sofisticados.

Assim, as expectativas racionais consideravam que os agentes otimizavam suas decisões conforme as informações disponíveis. Gintis, (citado por Fiani, p. 22) argumenta que um agente racional analisa as premissas dadas de forma lógica para chegar às suas conclusões; considera apenas premissas justificáveis conforme argumentos racionais e verifica de forma imparcial as evidências empíricas ao julgar afirmações sobre fatos concretos. Ferejonh e Pasquino (2000, p. 8) sintetizam as expectativas racionais como a teoria que supõe “que as crenças se tornam verdadeiras, ou ao menos consistentes com as informações observáveis pelos agentes.”

2.2 O passeio aleatório e Hipótese dos Mercados Eficientes

O termo *random walk*, traduzido como passeio aleatório, foi utilizado pela primeira vez na revista inglesa *Nature*, em 1905, como forma de descrever matematicamente a caminhada de um beerrão (FOX, 2011, p. 63). Analogamente, a expressão passou a designar qualquer fenômeno composto por aleatoriedade, ou seja, que não apresenta padrões, como o andar de alguém que consumiu bebidas alcoólicas em demasia.

Os primeiros estudos que tinham por finalidade testar o passeio aleatório dos mercados foram realizados na década de 1930 por Alfred Cowles e Holbrook Working. Ambos concluíram que as variações de preços eram aleatórias e independentes e, sendo assim, as trajetórias não poderiam ser previamente determinadas (CURTO, 2002, p. 2).

Em artigo de 1933, intitulado *Can Stock Markets Forecasters Forecast*, Cowles concluiu que os previsores não eram capazes de fazer previsões, sendo que os resultados positivos de alguns poderiam ser atribuídos exclusivamente a uma questão de sorte, uma vez que previsões aleatórias feitas a partir de cartas embaralhadas se saíam melhor do que as dos profissionais. Já Working estudou se especuladores que tentavam prever preços futuros obtinham lucros constantes, concluindo que, como um todo, eles perdiam dinheiro (FOX, 2011, p. 60-63).

A busca por padrões nos mercados despertava o interesse de estudiosos de todo mundo. No entanto, tais padrões eram ilusórios. Na introdução de seu artigo, o economista russo Eugen Slutsky, fez uma analogia dos ciclos econômicos com as ondas do mar. Segundo Slutsky (1937, p. 105):

Assim como as ondas que se sucedem no mar não se repetem perfeitamente, os ciclos econômicos nunca repetem os anteriores exatamente, seja na duração ou na amplitude. No entanto, em ambos os casos, quase sempre é possível detectar, mesmo na multiplicidade de peculiaridades individuais dos fenômenos, marcas de uniformidades e regularidades aproximadas. O olho do observador descobre instintivamente, em ondas de certa ordem, outras ondas menores, de modo que a ideia de uma análise harmônica, ou seja, a possibilidade de expressar as regularidades de forma e espaçamento das ondas por meio da soma de flutuações regulares sinusoidais, se apresenta à mente quase que espontaneamente. Se, eventualmente, os resultados da análise não forem completamente satisfatórios, as discrepâncias serão interpretadas como desvios casuais sobrepostos nas ondas regulares.

Ou seja, padrões que não existiam eram encontrados porque os olhos das pessoas que os enxergavam queriam encontrá-los. Para demonstrar este fato, Slutsky criou padrões onde eles não existiam, simplesmente somando número aleatórios, o que gerou séries que atendiam a todos os padrões estatísticos (FOX, 2011, p. 64).

Tal cenário deu origem à teoria do passeio aleatório dos mercados. Em sua tese de doutorado, publicada em 1964, denominada *The Behavior of Stock Market Prices*, Eugene Fama foi além dos estudos anteriores, uma vez que explicava o motivo pelo qual os preços deveriam ser aleatórios (FOX, 2011, p. 127).

Fama republicou sua tese em 1965, sob o título de *Random Walks in Stock Market Prices*, examinando as duas principais formas de análise que eram, e continuam sendo, utilizadas para identificar oportunidades nos mercados e definir os movimentos de preços das ações: a análise técnica, ou grafista; e a análise do valor fundamental, ou fundamentalista.

De acordo com Fama (1965, p. 75) a ideia central da análise técnica é que a história tende a se repetir. Ou seja, os padrões de preço passados tendem a se repetir no futuro. Dessa forma, a maneira de utilizar a análise técnica é desenvolver uma familiaridade para identificar padrões que já ocorreram, a fim de reconhecê-los quando voltarem a acontecer. Assim, os grafistas utilizam o conhecimento do passado de uma série de preços para prever o futuro da série.

Por sua vez, a análise fundamentalista considera que todo título tem um valor intrínseco, que depende do seu potencial de ganhos futuros. Já o potencial de valorização do título é função de fatores como a qualidade da gestão e perspectivas econômicas. Portanto, o trabalho do analista que utiliza tal abordagem consiste em verificar se o preço real do título é discrepante do seu valor intrínseco. Uma vez que primeiro converge para o segundo, determinar este último é equivalente a prever o preço real futuro (FAMA, 1965, p. 75).

Ao comparar a análise técnica com a teoria do passeio aleatório, Fama (1965, p. 78) aponta a diferença diametral entre as duas teorias: enquanto a primeira argumenta que o histórico dos preços pode ser utilizado para prever os preços futuros, a segunda argumenta que isso não é possível. Uma vez que a evidência empírica parecia confirmar a teoria do passeio aleatório, a análise técnica, assim como a astrologia, não teria qualquer valor para o investidor.

No que diz respeito à análise fundamentalista, o sucesso do investidor que a utiliza está condicionado à capacidade de identificar as discrepâncias entre os preços reais e os valores intrínsecos, antes que outro investidor o faça. Nesta interpretação, quanto maior a quantidade de analistas sofisticados em um mercado, menor será a discrepância entre os valores real e intrínseco. Nesse sentido, a competição entre os investidores acaba por fazer com que os valores reais se ajustem imediatamente aos valores intrínsecos (FAMA, 1965 p. 78).

Este era, portanto, o cerne da Hipótese dos Mercados eficientes, detalhada posteriormente por Fama em 1970, por meio do artigo *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*. Ser bem-sucedido nos mercados não estava relacionado ao estudo de padrões que sequer existiam, ou com a habilidade para calcular o valor intrínseco. O que fazia a diferença era a capacidade de identificar as novas informações, pois são elas que alteram o valor intrínseco, também conhecido como valor fundamental. Nesse sentido, Fama (1965, p. 76) define o que é um mercado eficiente:

Um mercado "eficiente" é definido como um mercado onde há um grande número de racionais maximizadores de lucro competindo ativamente, com cada um tentando prever os valores de mercado futuros de ativos individuais, e onde a informação atual importante é quase livremente disponível para todos os participantes.

Em um mercado eficiente, a competição entre os muitos participantes inteligentes conduz a uma situação em que, a qualquer momento, os preços reais dos ativos individuais já refletem os efeitos da informação baseada tanto em acontecimentos ocorridos como em acontecimentos que, a partir de agora, o mercado espera que ocorram no futuro. Em outras palavras, em um mercado eficiente, a qualquer momento, o preço real de um ativo será uma boa estimativa do seu valor intrínseco.

Em um mundo incerto, o valor intrínseco de ativo nunca pode ser determinado exatamente. Assim, há sempre espaço para discordância entre os participantes do mercado apenas sobre qual é o valor intrínseco de ativo individual, e tal desacordo originará discrepâncias entre os preços reais e os valores intrínsecos. Em um mercado eficiente, no entanto, as ações de muitos participantes concorrentes devem fazer com que o preço real de uma título passeie aleatoriamente sobre seu valor intrínseco. Se as discrepâncias entre os preços reais e os valores intrínsecos forem sistemáticos e não de natureza aleatória, então o conhecimento disso deve ajudar os participantes inteligentes do mercado a prever o caminho pelo qual os preços reais convergirão os para valores intrínsecos. Quando os muitos negociadores inteligentes tentarem tirar proveito deste conhecimento, no entanto, eles tenderão a neutralizar esse comportamento sistemático em séries de preços. Embora a incerteza quanto aos valores intrínsecos se mantenha, os preços reais dos títulos passarão aleatoriamente sobre seus valores intrínsecos.

2.2.1 As formas de eficiência

Segundo Rabelo Júnior e Ikeda (2004, p. 98), as premissas teóricas da HME repousam em três argumentos básicos: os investidores são em maioria racionais e avaliam e precificam os ativos de forma racional; as negociações dos investidores irracionais se anulam entre si e não produzem efeito sobre o mercado; caso haja distorções causadas pelos irracionais, a ação dos arbitradores eliminará a influência sobre os preços.

A racionalidade assumida dos investidores implica que eles precificam os ativos de acordo com seu valor fundamental. Assim, quando novas informações com potencial para alterar o valor intrínseco dos ativos são descobertas, os agentes respondem imediatamente (RABELO JÚNIOR; IKEDA 2004, p. 98). Desse modo, quanto mais rápida for a resposta dos preços em decorrência das novas informações, maior será a eficiência de um mercado.

Portanto, uma questão crítica da HME diz respeito às categorias de informações que estão disponíveis aos diversos agentes, pois são elas que, em última instância, modificam o valor fundamental, fazendo com que os preços dos títulos se movimentem. Nesse sentido, a eficiência de um mercado pode se dar de três formas, conforme descrito a seguir.

2.2.1.1 Eficiência fraca

Nesta forma de eficiência, o conjunto de informações considera apenas o histórico de preços (FAMA, 1970, p. 383). Ehrhardt e Brigham (2012, p. 285), argumentam que a “forma fraca de eficiência implica que qualquer informação oriunda dos preços passados das ações é rapidamente incorporada ao preço atual da ação”.

Nesse sentido, Ehrhardt e Brigham (2012, p. 285) alegam que consultar preços passados não gera nenhuma utilidade para negociar uma ação, o que implica que os analistas técnicos grafistas estejam, na verdade, perdendo tempo, o que vai de encontro ao que fora afirmado por Fama em 1965.

Portanto, caso a forma a forma fraca de eficiência seja válida, nenhum agente poderá obter retornos extraordinários com base em estratégias que se utilizem apenas de preços passados, uma vez que o mercado já efetuou a precificação dos ativos. Assim, utilizar padrões de preços para identificar oportunidades de lucro seria inútil, pois os investidores, ao competirem entre si, eliminariam rapidamente qualquer oportunidade.

2.2.1.2 Eficiência semiforte

De acordo com Fama (1970, p.404) a hipótese semiforte propõe que os preços se ajustam eficientemente conforme a informação pública disponível, tais como relatórios de desempenho e desdobramentos, além do histórico preços.

Se esta forma de eficiência for sustentável, analisar os relatórios divulgados pelas empresas não faz sentido, uma vez que os preços de mercado já estariam ajustados ao teor do relatório no momento em que eles forem divulgados. Assim, os preços só se movimentarão caso a nova informação seja diferente do que é esperado (EHRARDT; BRIGHAM 2012, p. 285).

Em resumo, de acordo com a eficiência de mercado semiforte, se o mercado espera que uma informação modifique o valor fundamental de um título, isto será precificado antes mesmo que a informação se torne pública. Caso o mercado seja surpreendido por uma informação pela qual não esperava, os analistas sofisticados se apressarão em aproveitar a oportunidade, o que fará com que ela se desapareça rapidamente, conforme descrito por Fama na teoria do passeio aleatório.

2.2.1.3 Eficiência forte

Nesta forma de eficiência a informação relevante para a formação de preços é monopolizada por poucos (FAMA, 1970 p. 409). Assim, os preços refletiriam não apenas o histórico de preços e as informações públicas, mas também as informações privadas.

Neste ponto, Ehrhardt e Brigham (2012, p. 285) alegam que se esta forma de eficiência for válida, nem mesmo um *insider* conseguiria obter retornos extraordinários. Fama (1970, p. 414) reconhece que este modelo extremo de eficiência não deve ser visto como uma descrição exata do mundo, mas como um *benchmark* para julgar os desvios de eficiência do mercado.

2.2.2 Críticas ao modelo de eficiência de mercado

Muitos estudos têm colocado as formas de eficiência de mercado à prova. A metodologia básica consiste em verificar se há alguma estratégia específica com potencial para obter um retorno maior do que o previsto pelos modelos de precificação de ativos. A maioria das conclusões leva a crer que os mercados de ações são altamente eficientes na forma fraca e razoavelmente na forma semiforte, principalmente para ações maiores e mais acompanhadas (EHRARDT; BRIGHAM 2012, p. 285-286).

No que diz respeito à forma forte, as evidências sugerem que ela não se sustenta, pois “aqueles que possuem informações internas privilegiadas poderiam e, de fato, produziram (ilegalmente) lucros anormais.” (EHRARDT; BRIGHAM 2012, p. 285).

A HME não considera que todos os investidores sejam irracionais. Todavia, ainda assim os valores reais seguirão os valores intrínsecos de perto. Isso ocorre porque, na presença de desvios entre os dois valores, alguns investidores entrarão em ação tentando aproveitar a oportunidade, o que fará com que os preços reais retornem ao nível de equilíbrio (EHRARDT; BRIGHAM 2012, p. 286).

Nesse sentido, se a eficiência de um mercado for medida conforme a discrepância entre os preços reais e seus respectivos valores fundamentais, quanto menores forem esses desvios, mais eficiente será o mercado. Assim, a eficiência de mercado não implica que os preços reais estejam sempre iguais ao valor fundamental. Desvios podem ocorrer, mas precisam ser breves e imparciais (DAMODARAN 2006, p. 85).

Novas informações terão o potencial de alterar o valor fundamental de um ativo apenas se forem inesperadas. Caso contrário, já estarão precificadas. Assim, a

velocidade e a forma como um mercado reage a informações imprevistas pode ser uma métrica para avaliar sua eficiência (DAMODARAN, 2006, p. 85).

Tal situação pode ser exemplificada da seguinte maneira: periodicamente as empresas listadas em bolsa são obrigadas a divulgar relatórios de atividades passadas. Caso o mercado espere que o próximo relatório de uma empresa, a ser divulgado em 15 dias, informe um aumento de lucros da ordem de 15% em relação ao período anterior, esta informação estará refletida nos preços das ações desde já.

Isso acontece porque esta notícia aumenta o valor intrínseco das ações, o que aumenta o valor real das ações. Ou seja, se o mercado “sabe” que o valor das ações aumentará em 15 dias, o melhor a fazer é comprar essas ações hoje, enquanto ainda estão subavaliadas. A demanda por essas ações hoje, fará com que seu preço aumente. Dessa forma, o relatório que será divulgado no futuro precifica as ações no presente.

Passados os 15 dias, o relatório se tornará público. Neste momento, caso o aumento de lucros esteja no nível esperado, os preços não se movimentarão, uma vez que o mercado promoveu o ajuste anteriormente. Entretanto, se o relatório informar que os lucros aumentaram 35% em relação ao período anterior, o valor intrínseco acabou de ser alterado repentinamente, e o mercado promoverá o devido ajuste, aumentando o valor das ações. Por outro lado, se a notícia for no sentido inverso, como um aumento nos lucros de apenas 5%, o mercado ajustará para baixo o valor das ações.

Esta situação hipotética também pode explicar a fragilidade da forma forte de eficiência do mercado. Se um investidor soubesse com antecedência que o nível de lucros seria divulgado em um patamar diferente do que o mercado esperava, ele poderia agir hoje, enquanto os demais investidores poderiam fazê-lo somente após a divulgação do relatório. Questões legais à parte, se um investidor possui informações que poucos detém, certamente poderá lucrar com isso.

Nesse sentido, um mercado de fato eficiente se ajusta de maneira instantânea e, em média, na magnitude correta às informações inesperadas. Se o mercado se ajusta lentamente ao inesperado, ele é um mercado de aprendizado lento. Pode ainda ocorrer a situação onde a reação ao imprevisto é imediata, porém maior do que deveria ser (DAMODARAN, 2006, p. 85-86). As três situações são demonstradas nas figuras abaixo.

Figura 1 - Mercado eficiente



Fonte: Damodaran (2006)

Figura 2 - Mercado de aprendizado lento



Fonte: Damodaran (2006)

Figura 3 - Mercado com reação exagerada



Fonte: Damodaran (2006)

As duas últimas situações do parágrafo anterior exemplificam mercados que não são tão eficientes quanto o primeiro. Em casos como estes, presume-se que sejam mercados compostos por poucos analistas avançados, caso contrário, o ajuste seria imediato e em magnitude correta, conforme descrito na teoria da HME.

A observação de situações como as descritas acima levou os críticos da HME a sugerir que os investidores não são máquinas de processar racionalmente todas as informações disponíveis. Portanto, se deve esperar que as pessoas tomem decisões financeiras racionais, considerando que em outros campos elas não agem de tal forma (EHRARDT; BRIGHAM, 2012, p. 286).

Nesse contexto, conforme relatado por Ehrhardt e Brigham (2012, p. 286), os pesquisadores passaram a considerar elementos de psicologia para tentar compreender como os mercados reagem a determinadas circunstâncias. Assim, as finanças comportamentais são um ramo de estudo que surgiu não para substituir o modelo econômico-financeiro atual, mas sim para aperfeiçoá-lo, ao incorporar evidências sobre a irracionalidade dos investidores (HALFELD; TORRES, 2001, p. 64).

2.3 Aspectos comportamentais

A teoria moderna de finanças considera que os agentes econômicos são seres racionais. Segundo Rabelo Júnior e Ikeda (2004, p. 101), esta afirmação é de difícil aceitação para os teóricos das finanças comportamentais, principalmente quando se tratando de investidores.

Em 1979, com a publicação do artigo *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, Daniel Kahneman e Amos Tversky questionaram esta premissa. Neste artigo, que é considerado o marco inicial para as finanças comportamentais, os autores apresentaram opções a grupos de indivíduos, que eram obrigados a escolher algumas delas. Ao analisar as escolhas realizadas, os autores puderam verificar como as decisões eram tomadas, tendo em vista o benefício e o risco que estavam envolvidos na escolha. (HALFELD; TORRES, 2001, p. 65).

A teoria dominante considera que os agentes são racionais, visto que tomavam decisões buscando maximizar a utilidade esperada. Na prática, entretanto, nem sempre isso se verificava, o que tornou a teoria do prospecto um ponto de vista alternativo sobre o modo como os indivíduos decidem, configurando uma forte crítica à tomada de decisão sob a égide da Teoria da Utilidade Esperada. (KIMURA, BASSO; KRAUTER, p. 45).

Entretanto, mesmo com as descobertas feitas pela teoria do prospecto, a HME continuava muito eficiente para explicar a dinâmica do mercado, o que fez com que o meio acadêmico desprezasse o ramo comportamental insurgente. Porém, no final da década de 1980, o modelo moderno de finanças, baseado na HME, passou a apresentar sinais de desgaste, uma vez que uma série de anomalias detectadas no mercado não podiam ser explicadas. Este cenário propiciou o fortalecimento da corrente teórica conhecida como finanças comportamentais (HALFELD; TORRES, 2001, p. 65).

Outra crítica à HME diz respeito à arbitragem. Neste sentido, os estudos comportamentais têm demonstrado nem sempre este mecanismo é viável, o que compromete sua atuação como ferramenta de regulação do mercado (RABELO JÚNIOR; IKEDA, 2004, p. 97).

Barberis e Thaler (2002, p. 1) argumentam que o campo das finanças comportamentais atua em dois blocos de ação: os limites à arbitragem, onde o argumento é de que nem sempre é possível que os investidores racionais corrijam os desvios causados pelos irracionais; e a parte psicológica, que estuda os desvios da racionalidade em relação ao que é esperado.

2.3.1 Limites à arbitragem

Segundo a hipótese dos mercados eficientes, as ações de investidores irracionais não são correlacionadas, tendendo a se anular sem produzir qualquer efeito. Entretanto, eventualmente, investidores irracionais podem conseguir desviar os preços dos valores fundamentais dos ativos. Porém tais desvios seriam extremamente fugazes, devido à possibilidade de arbitragem.

Ehrhardt e Brigham (2012, p. 844) definem arbitragem como a operação de “compra e venda simultânea das mesmas mercadorias ou títulos em dois mercados diferentes, com preços diferentes, embolsando assim, um retorno livre de risco.”

Rabelo Júnior e Ikeda (2004, p. 102), consideram a arbitragem “um dos mais plausíveis e intuitivos argumentos da economia” e a definem como sendo a compra e venda simultânea, do mesmo título ou de títulos similares, em mercados distintos, por preços diferentes, o que possibilita auferir vantagem na operação.

A arbitragem também pode ser analisada sob o enfoque de uma das premissas mais famosas da economia: a lei da oferta e demanda. Sob tal ótica, as oportunidades de arbitragem certamente serão raras e breves. Nesse sentido, Varian (2000, p. 214-215) argumenta que o motivo é óbvio: se um ativo está com a cotação mais baixa em um mercado e mais alta em outra, haverá um excesso de demanda no primeiro, e uma grande oferta no segundo. Assim, em mercados com bom funcionamento, não tardará para que os preços se igualem.

Outra questão relacionada a arbitragem é que ela atua como uma forma de selecionar os agentes que permanecerão ativos. Rabelo Júnior e Ikeda (2004, p. 102) argumentam que o investidor irracional que compra um ativo sobrevalorizado tende a acumular perdas em razão da atuação dos arbitradores. Desse modo, mesmo que um investidor seja recorrentemente irracional, e de certa forma “atrapalhe” o mercado, ele será eliminado assim que todo o seu capital for perdido.

Na prática, entretanto, as evidências demonstram uma série de limitações à arbitragem, que muitas vezes podem impedir que este mecanismo seja utilizado. Uma delas diz respeito à dificuldade de encontrar ativos similares nos mercados, para que o arbitrador proteja sua posição.

Ou seja, não basta ao arbitrador encontrar um ativo mal precificado. Ele também deve encontrar um ativo semelhante para fazer o *hedge* da operação e limitar seu risco. Como há dificuldade de encontrar um ativo substituto, muitas vezes os arbitradores têm sua atuação limitada e acabam por desistir da operação (RABELO JÚNIOR; IKEDA, 2004, p. 103).

O risco mais evidente enfrentado por alguém que compra uma ação subprecificada é que o valor dessa ação caia ainda mais, em virtude de más notícias que afetem seu valor fundamental. Logicamente os arbitradores estão cientes deste risco, e vão procurar uma ação substituta para fazer a operação de *hedge*. Entretanto, é difícil encontrar um substituto perfeito a ponto de eliminar todo o risco fundamental.

Nesse sentido, Thaler e Barberis (2002, p. 5) alegam que comprar ações subprecificadas da Ford, e se proteger vendendo ações da General Motors, por exemplo, dá uma certa proteção ao arbitrador em relação aos riscos de toda a indústria automotiva. Porém, ele continuará vulnerável a situações específicas da Ford, como notícias sobre pneus defeituosos nos carros desta empresa.

A imprevisibilidade do preço futuro do ativo que será arbitrado é outro fator complicador, pois ainda que o arbitrador encontre um ativo similar para fazer operacionalizar a arbitragem, sempre haverá a possibilidade de que a má precificação aumente ainda mais antes de ser eliminada. Dessa forma, caso ele possua capital para manter a posição até que a situação se normalize, sua operação será bem-sucedida. Entretanto, nem sempre o arbitrador será capaz de manter a operação até o fim (RABELO JÚNIOR; IKEDA, p. 104).

Shleifer e Vishny, citados por Fox (2011, p. 309), argumentam que as maiores restrições acontecem justamente quando os arbitradores estão diante das melhores oportunidades, que é quando o desnível de preços contra o qual apostaram ficar ainda pior.

Esta situação faz com que gestores profissionais fiquem cautelosos diante de oportunidades de arbitragem. Se o desnível de preços de um ativo que foi arbitrado aumentar, os clientes podem decidir resgatar seus recursos, o que fará com que os

gestores tenham de desfazer a operação. O medo de se deparar com tal situação acaba tornando os profissionais menos agressivos no combate ao desnível de preços (THALER; BARBERIS, 2002, p. 5).

Por fim, as operações de arbitragem geram diversos custos de transação, como corretagem, *spreads* e aluguel de ações. Custos menos explícitos, como o custo de identificação de oportunidades decorrentes de má precificação também podem limitar as operações de arbitragem (RABELO JÚNIOR; IKEDA, p. 104).

Teoricamente, a arbitragem é uma operação livre de risco. Todavia, diversas limitações a tornam arriscada e custosa, o que faz com que os arbitadores avessos ao risco a evitem. Sendo assim, os desvios nos preços acabam não apenas se perpetuando, mas também aumentando. Isso ajuda a explicar porque os preços nem sempre reagem a notícias da forma como deveriam e também porque a interferência de irracionais pode durar mais que o previsto. Tais situações não invalidam a HME, mas evidenciam que há limitações não previstas por esta hipótese que são inerentes aos mercados reais (RABELO JÚNIOR; IKEDA p. 105-106).

2.3.2 Racionalidade e comportamento

Neto et al (2009, p. 111) argumentam que a racionalidade inerente ao modelo neoclássico de finanças é representada através da busca pela maximização da utilidade.

De acordo com Varian (2009, p. 56), os primeiros conceitos de utilidade remetiam a uma medida numérica da felicidade de uma pessoa. Sendo assim, diante de uma escolha, as pessoas selecionariam a opção que maximizasse sua utilidade ou, em outras palavras, que as tornassem mais felizes.

Posteriormente, a necessidade de quantificar a utilidade fez com que o conceito de medida da felicidade fosse abandonado, fazendo com que os economistas passassem a tratá-la como um modo de descrever as preferências do consumidor. Assim, no que tange ao comportamento de escolhas, tudo o que importava em relação à utilidade era o quanto uma alternativa era preferida em relação a outra, sendo que o tamanho dessa preferência não fazia diferença (VARIAN, p 56).

Logo, um indivíduo que maximiza sua utilidade é simplesmente alguém que seleciona a melhor opção entre as várias existentes. Todavia, cada opção possui uma utilidade específica para cada indivíduo. Portanto, em uma situação semelhante, dois indivíduos podem decidir de forma distinta, pelo fato de possuírem utilidades diferentes para cada opção possível.

Entretanto, apesar das preferências dos agentes serem divergentes, existem lógicas de escolha. Nesse sentido, Kahneman (2012, p. 336) alega que “a Teoria da Utilidade Esperada não foi formulada para ser um modelo psicológico; foi uma lógica de escolha, baseada em regras elementares (axiomas) de racionalidade.”

Nesse contexto, Kahneman e Tversky (1979), observaram que tais axiomas são sistematicamente violados quando as pessoas são submetidas a problemas de escolha. Isso fez com que os autores criticassem a TUE, e propusessem uma nova abordagem para escolha sob risco, que batizaram de *Teoria do Prospecto (ou Teoria da Perspectiva)*, que levou ao surgimento do campo de estudos conhecido como finanças comportamentais.

2.3.2.1 Teoria do prospecto e aversão à perda

De acordo com a TUE, a utilidade de cada perspectiva é ponderada conforme suas probabilidades de ocorrência. Entretanto, a análise de problemas de escolha permite verificar situações onde as pessoas violam sistematicamente esta premissa (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979, p. 265).

A maior demonstração contra a TUE foi fornecida pelo economista francês Maurice Allais, em 1953. (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979, p. 265). Este ensaio, que ficou conhecido como *Paradoxo de Allais*, demonstra que o nível de certeza em relação aos prováveis resultados pode alterar as preferências dos indivíduos, o que contraria a TUE.

Para demonstrar tal situação, Kahneman e Tversky (1979, p. 266) adaptaram o exemplo original de Allais e elaboraram pares de problemas de decisão, onde era solicitado aos participantes decidir entre duas opções. Um desses pares de problemas é reproduzido abaixo:

Figura 4 - Par de problemas de decisão em cenário de ganhos.

1) Escolha entre:	2) Escolha entre:
a) \$ 4.000 com probabilidade de 80% (20%)	c) \$ 4.000 com probabilidade de 20% (65%)
b) \$ 3.000 com certeza (80%)	d) \$ 3.000 com probabilidade de 25% (35%)

Fonte: Kahneman e Tversky (1979)

Os valores entre parênteses na figura 1 representam a porcentagem de indivíduos que escolheu cada opção. Um olhar atento aos dois problemas permite verificar que a opção “C” nada mais é do que 25% da opção “A”, ao passo que a opção “D” corresponde a 25% da opção “B”.

A análise das respostas permite observar que a maioria dos respondentes selecionou “B” na primeira pergunta e “C” na segunda. Kahneman e Tversky (1979, p. 266) argumentam que esta inversão de preferências é uma clara violação ao axioma da substituição da TUE, tendo em vista que, se a opção “B” é preferível à opção “A”, então uma probabilidade de ter “B” (representada pela opção “D”) deveria ser preferível à mesma probabilidade de obter “A” (representada pela opção “C”).

Esta alteração das preferências ocorre em decorrência da sobrevalorização de um resultado certo (opção “B”) em detrimento de um resultado provável (opção “A”), e foi denominada *efeito certeza* (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979, p. 265).

O par de problemas inverso onde, em vez de ganhos, os participantes deveriam decidir sobre perdas, também foi proposto por Kahneman e Tversky. Nesta versão, os participantes deveriam responder às questões da figura abaixo:

Figura 5 - Par de problemas de decisão em cenário de perdas.

3) Escolha entre:	4) Escolha entre:
a) -\$ 4.000 com probabilidade de 80% (92%)	c) -\$ 4.000 com probabilidade de 20% (42%)
b) -\$ 3.000 com certeza (8%)	d) -\$ 3.000 com probabilidade de 25% (58%)

Fonte: Kahneman e Tversky (1979)

Conforme pode ser observado nas porcentagens entre parênteses, em se tratando de perdas, o mesmo par de problemas apresentou o seguinte resultado: 92% dos participantes escolheram “A” no primeiro e 58% optaram por “D” no segundo. Ou seja, o axioma da substituição também foi violado, entretanto, como

em um espelho, os resultados se apresentaram de forma invertida em relação ao par de problemas original. Tal padrão foi denominado por Kahneman e Tversky (1979) como *efeito reflexão*.

Assim, Kahneman e Tversky (1979), argumentam que:

No domínio positivo, o efeito certeza contribui para a aversão ao risco, fazendo com que um ganho certo seja preferível em relação a um ganho maior que é apenas provável. No domínio negativo, o mesmo efeito leva à exposição ao risco, fazendo com que uma perda que é provável seja preferida a uma perda menor que é certa. O mesmo princípio psicológico – a sobrevalorização da certeza – favorece a aversão ao risco no domínio dos ganhos e a exposição ao risco no domínio das perdas.

Além de aumentar a exposição ao risco quando o cenário é negativo e evitá-lo quando a conjuntura é positiva, as pessoas costumam valorizar mais as perdas do que os ganhos. Kahneman (2012, p. 353) ilustra esse fato com uma aposta feita através de uma disputa de cara ou coroa. Se o resultado for “cara”, o apostador perderá 100 dólares. Se for “coroa”, o prêmio é de 150 dólares. Embora o valor esperado seja claramente positivo, as pessoas costumam rejeitar esta proposta.

Experimentos demonstraram que em apostas com chances iguais de vitória ou derrota, como no cara ou coroa, as pessoas exigem um prêmio de 1,5 a 2,5 vezes o valor que deverão pagar caso percam. Tais observações, foram denominadas *aversão à perda*, onde as “perdas assomam como maiores do que os ganhos” (KAHNEMAN, 2012, p. 353).

Em síntese, a aversão à perda faz com que as pessoas, em um cenário de ganhos, busquem evitar riscos a todo custo. Todavia, se a situação indicar uma perda iminente, os indivíduos costumam aumentar seu grau de exposição ao risco para tentar evitá-la. Além disso, se as chances de vitória e derrota forem iguais, a aversão à perda fará com que os indivíduos só entrem na aposta caso o valor do ganho seja consideravelmente maior, o que Kahneman (2012, p. 353) define como “taxa de aversão à perda”.

Nesse sentido, Halfeld e Torres (2001, p. 66-67) fazem uma observação importante sobre a aversão à perda. Muitas vezes, ela é confundida com a aversão ao risco. Entretanto, a primeira é tão forte que se sobrepõe à segunda. Diante de

uma perda provável, os agentes tendem a aumentar os riscos incorridos, visando ampliar as possibilidades de não perder. Porém, quando o cenário é de ganho, o comportamento é inverso, e os agentes procuram evitar riscos. Ou seja, quando o cenário é de perda, os agentes aumentam o nível de risco, como tentativa de evitá-la a qualquer custo, o que demonstra que o temor da perda é superior ao dos riscos.

Além disso, há ainda a questão do enquadramento em relação ao ponto de referência. Kahneman e Tversky (1979) explanam esta situação da seguinte forma:

As pessoas normalmente percebem os resultados como ganhos e perdas, ao invés de estados finais de riqueza ou prosperidade. Ganhos e perdas, obviamente, são definidos em relação a um ponto de referência neutro. Este ponto de referência geralmente corresponde à situação atual, onde ganhos e perdas coincidem com os valores reais recebidos ou pagos. Todavia, a localização do ponto de referência, e o conseqüente enquadramento dos resultados como ganhos ou perdas podem ser afetados pela formulação das opções oferecidas e pelas expectativas do tomador de decisão.

Kahneman (2012, p. 242), exemplifica o ponto de referência através da comparação da situação de duas pessoas no que diz respeito às suas riquezas. Atualmente, ambas possuem um patrimônio de cinco milhões de dólares. Mas no passado, a primeira tinha apenas um milhão de dólares, enquanto a segunda tinha nove milhões. Assim, embora no momento atual possuam o mesmo montante, o primeiro indivíduo está radiante, enquanto o segundo está arrasado.

Kahneman (2012, p. 350-351), ao comentar a teoria que desenvolveu em conjunto com Tversky em 1979, argumenta que “há três características cognitivas do coração da teoria da perspectiva”. Primeiro, toda avaliação possui um ponto de referência neutro que pode ser definido como “nível de adaptação”. Em resultados financeiros, geralmente o ponto de referência é o *status quo*, ou seja, o status atual. Resultados melhores que o ponto de referência são considerados ganhos e piores que eles são perdas.

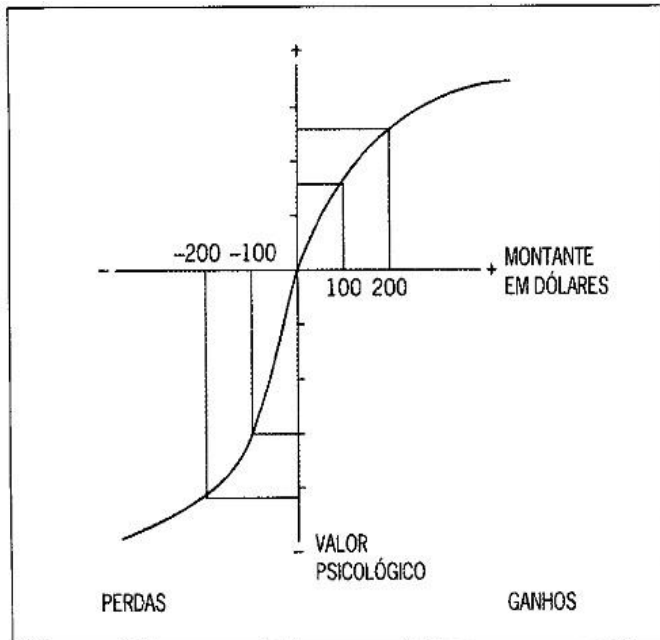
Segundo, há uma escala decrescente em relação às alterações de riqueza. Assim, “a diferença subjetiva entre novecentos dólares e mil dólares é muito menor do que a diferença entre cem dólares e duzentos dólares”.

Por fim, a observação que as perdas têm um peso maior do que ganhos de mesma magnitude, o que foi denominado aversão à perda. Segundo Kahneman,

“essa assimetria entre o poder das expectativas positiva e negativas tem um histórico evolucionário. Organismos que tratam ameaças como mais urgentes do que as oportunidades têm uma melhor chance de sobreviver e se reproduzir”

Estas observações tornaram possível a elaboração do gráfico abaixo, que representa uma função de valor hipotética, conforme as premissas de teoria da perspectiva. Kahneman (2012, p. 351) afirma que “se a teoria da perspectiva tivesse uma bandeira, esta imagem estaria bordada nela.”

Figura 6 - Função de valor da Teoria do Prospecto.



Fonte: Kahneman (2012)

Esta função possui três características básicas: é definida a partir de desvios do ponto de referência; é côncava na parte dos ganhos e convexa na parte das perdas; a inclinação é maior nas perdas do que nos ganhos (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979), o que enfatiza o efeito de aversão à perda.

2.3.2.2 O viés do *status quo*

A Economia se diferencia de outras ciências sociais por presumir que os comportamentos dos agentes podem ser explicados por suas preferências estáveis e bem definidas, o que os leva a fazerem escolhas racionais consistentes. Todavia, quando um teste empírico encontra uma situação cuja explicação seja inviável e de difícil racionalização, tem-se uma anomalia. (KAHNEMAN; KNETSCH; THALER, 1991 p. 193).

Nesta perspectiva, a aversão à perda, identificada por Kahneman e Tversky em 1984, representa uma assimetria de valor, onde a perda da utilidade ao se desfazer de algo é maior do que a utilidade de possuir o mesmo item. Tal assimetria resulta em uma anomalia, onde a preferência pelo estado atual (*status quo*) influencia a escolha dos agentes. Esta anomalia, identificada por Samuelson e Zeckhauser em 1988, foi denominada viés do *status quo*. (KAHNEMAN; KNETSCH; THALER, 1991, p. 194).

Uma premissa básica do modelo de escolha racional, é que apenas características relevantes quanto à preferência de um agente podem influenciar sua decisão. Dessa forma, nem a ordem como as alternativas são apresentadas, tampouco um eventual rótulo que uma alternativa possa carregar, devem afetar as escolhas de um agente. (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 8).

Entretanto, no mundo real, inevitavelmente haverá uma alternativa rotulada como *status quo*, ou seja, uma alternativa onde não há nada a fazer, a não ser manter o cenário atual. Assim, em muitas situações cotidianas, como comprar sempre as mesmas marcas dos produtos, as decisões acabam sendo influenciadas pelo *status quo*. (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 8).

Nesse sentido, Samuelson e Zeckhauser (1988, p. 12) estudam o viés do *status quo* de três formas, sendo a primeira delas através de experimentos com seus alunos. Neste teste, cada aluno participante recebeu um questionário com questões de decisão, sendo que alguns deles receberam uma versão, chamada de “neutra”, onde nenhuma alternativa possuía rótulos, isto é, todas as alternativas eram semelhantes. Outros alunos receberam versões denominadas *status quo*. Nestas versões havia uma alternativa pré-definida.

Posteriormente os pesquisadores compararam as taxas de respostas, isto é, a quantidade de vezes que cada alternativa era selecionada quando o questionário era “neutro” e quando o questionário era do tipo “*status quo*”. A conclusão foi que, na grande maioria dos casos, a taxa de resposta era maior quando determinada alternativa era enquadrada como *status quo*. (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 14).

A segunda forma foi através de um estudo de campo sobre as preferências de planos de saúde e planos de previdência de professores universitários. A metodologia utilizada foi verificar a taxa de mudança entre as diversas opções de planos de saúde e de previdência disponíveis. Os autores concluíram que, apesar de haver alternativas mais adequadas, a quantidade de professores que alterou suas opções era muito pequena, mesmo após muitos anos, o que evidencia a presença do viés do *status quo* (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 26-33).

As explicações para o viés do *status quo* se dividem em três categorias. A primeira considera que são decisões racionais tomadas sob de custos de transação ou incerteza. Esta situação pode ser exemplificada através da escolha de marcas. Se o consumidor não conhece o produto de determinada marca, a utilidade desse produto será incerta para ele. Assim, ele só experimentará o produto alternativo caso aquele que ele compre com frequência o decepcione. Se a possibilidade de falha do produto que o consumidor conhece for baixa, a manutenção do *status quo* será a regra (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988 p. 34-35).

A segunda explicação considera o viés do *status quo* um equívoco cognitivo. Diante de uma decisão entre manter o a opção atual ou selecionar uma nova alternativa, a opção atual é enquadrada como ponto de referência. Assim, considerando a aversão à perda, o lado negativo de uma mudança tem peso maior do que o positivo, o que faz com que os indivíduos sejam tendenciosos a favor do *status quo* (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988 p. 35-36).

Esta situação pode ser representada através de uma decisão entre duas alternativas, onde uma delas é melhor em um atributo e pior em outro. Os indivíduos que enquadrarem a primeira alternativa como *status quo*, tenderão a mantê-la, em vez de trocá-la. O mesmo efeito será observado naqueles que enquadrarem a segunda alternativa como *status quo* (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988 p. 36).

Kahneman (2012, p. 362-363) ilustra essa situação com uma história de dois irmãos gêmeos que possuem o mesmo emprego, com o mesmo salário. Então a

empresa faz uma proposta para os dois, e pedem que eles decidam quem receberá um aumento e quem irá usufruir de mais dias de folga. Como são indiferentes, eles decidem na base da sorte, com o auxílio de uma moeda. Após algum tempo, a empresa pergunta se eles querem trocar de lugar. O referido autor conclui que “a teoria da perspectiva assevera que os dois gêmeos definitivamente vão preferir ficar onde estão. Essa preferência pelo *status quo* é uma consequência da aversão à perda”.

Caso optassem pela troca, um dos irmãos ganharia dias de folga, porém perderia parte de seu salário. O outro enfrentaria a situação inversa, isto é, receberia um salário maior, mas perderia dias de folga. Em ambos os casos, a tendência é que nenhum deles queira mudar, pois o incremento de folga para o primeiro (e de salário para o segundo) não compensaria a perda salarial do primeiro (e de lazer do segundo). As desvantagens de uma mudança pesam mais do que suas vantagens. (KAHNEMAN 2012, p. 363).

A última categoria de explicações para o efeito em questão é o comprometimento psicológico decorrente de custos irrecuperáveis. Nesta perspectiva, o *status quo* é mantido por uma relutância do indivíduo em cortar suas perdas, ou por um desejo de justificar ações anteriores (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 37).

Essa situação é demonstrada com o exemplo de um homem que passa a jogar tênis em um clube, mediante o pagamento de uma taxa de adesão anual. Porém, após duas semanas jogando, ele desenvolve uma lesão no cotovelo decorrente dos jogos. Todavia, ele continua a jogar, mesmo com dor, pois não quer desperdiçar o dinheiro investido. Embora a teoria econômica preconize que os custos históricos devem ser ignorados, e apenas os custos incrementais devem ser considerados, na prática não é isso que acontece. (THALER, 1980, p. 47).

As situações acima descritas possuem um ponto em comum: há sempre uma alternativa enquadrada como *status quo*, ou seja, como algo que já estava sendo feito. Utilizando a situação do tenista como exemplo, pode-se afirmar que ele dispõe de duas opções: jogar ou não jogar.

Em síntese, ao efetuar sua escolha, o tenista deveria considerar apenas se o benefício de continuar os jogos compensaria o risco de agravar a lesão. O fato de ter pago a taxa do clube não deveria interferir em sua decisão.

Dessa forma, se a lesão for prévia à matrícula no clube, o *status quo* é continuar sem jogar, o que certamente seria uma decisão racional, tendo em vista a possibilidade de agravar a lesão. Porém, caso a lesão ocorra após o início dos jogos, e do pagamento da anualidade, o enquadramento das alternativas muda, e o *status quo* passa a ser continuar jogando e justificando o dinheiro gasto, mesmo correndo o risco de piorar a contusão.

Situações como essa ferem a TUE, mais especificamente o axioma da invariância, que estabelece que a forma como as alternativas são apresentadas não deve interferir nas preferências. Na prática, entretanto, muitas decisões reais oferecerão alternativas com um enquadramento *status quo*, o que pode fazer com que os indivíduos nem sempre tomem a melhor decisão.

3 METODOLOGIA E TÉCNICAS DE PESQUISA

Este trabalho acompanhou a metodologia proposta por Samuelson e Zeckhauser (1988), com o objetivo de identificar a anomalia conhecida com *viés do status quo* na população em estudo.

Neste tópico são detalhados os procedimentos adotados na pesquisa, tais como a caracterização da amostra e dos instrumentos de pesquisa, além da descrição do procedimento de coleta e análise de dados.

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

Segundo Gil (2008, p. 26), o termo pesquisa pode ser definido como o procedimento sistemático utilizado para desenvolver o método científico. Assim, seu objetivo principal é encontrar soluções para problemas, através de procedimentos científicos formais.

No que diz respeito a esta pesquisa específica, sua caracterização é do tipo descritiva, pois de acordo com Gil, (2008, p. 28) procura estabelecer relações entre as variáveis, de forma a descrever a população em estudo. Em linha semelhante, Triviños (1987, p. 110) classifica o estudo descritivo como aquele que busca descrever os fatos com exatidão, o que vai de encontro aos objetivos deste estudo.

Em relação à abordagem, este trabalho é classificado como quantitativo. Pesquisas desse tipo procuram não apenas medir as variáveis, mas também verificar empiricamente as hipóteses (TRIVIÑOS, 1987, p. 132).

3.2 População e amostra

A população escolhida para a realização do estudo foi composta pelos alunos dos cursos de graduação da Universidade de Brasília. Tendo em vista a facilidade do autor no que diz respeito ao contato com estudantes dos cursos de Economia, Administração e Contabilidade, aproximadamente 85% da amostra foi formada por

estudantes de tais cursos. Em relação ao semestre atualmente em curso, houve equilíbrio entre os componentes da amostra.

A amostragem utilizada é classificada como não probabilística, do tipo por acessibilidade ou conveniência. Nesta abordagem a amostra é formada conforme a disponibilidade de acesso do pesquisador a cada indivíduo, sendo que se admite que eles são representativos de toda a população (GIL, 2008, p. 94).

Assim, a amostra foi composta por 281 estudantes de graduação, cujos dados escolares foram resumidos na tabela abaixo.

Tabela 1 - Caracterização da amostra

Curso	Frequência	Porcentagem
Administração	112	39,86%
Contabilidade	77	27,40%
Economia	50	17,79%
Outro	42	14,95%
Total	281	100,00%
Semestre	Frequência	Porcentagem
1º ou 2º	63	22,42%
3º ou 4º	56	19,93%
5º ou 6º	69	24,56%
7º em diante	93	33,10%
Total	281	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

3.3 Caracterização dos instrumentos de pesquisa

Para verificar se a população em estudo era afetada pela anomalia conhecida como *viés do status quo*, esta pesquisa replicou a metodologia proposta no artigo publicado por Samuelson e Zeckhauser (1988, p. 12-14), onde a referida anormalidade foi descrita pela primeira vez. Dessa forma, o instrumento utilizado para coleta de dados foi um questionário adaptado do artigo em referência, sendo que a quantidade de questões foi reduzida em relação ao estudo original.

Cada participante da pesquisa recebeu um questionário composto por duas perguntas destinadas a obter informações sobre o curso e o semestre de cada indivíduo, e outras cinco questões cujo objetivo era coletar as informações necessárias à pesquisa propriamente dita.

Portanto, as perguntas que tinham por objetivo coletar os dados para a pesquisa perfaziam cinco questões de decisão, com três alternativas cada. Para que a anomalia pudesse ser testada, foram utilizadas duas versões do questionário. Na primeira delas, denominada “versão neutra”, todas as alternativas de cada pergunta correspondiam a novas opções, ou seja, não havia alternativas pré-selecionadas. Na outra versão, denominada “versão *status quo*”, uma das alternativas de cada pergunta representava propositalmente a continuidade de algo que já estava sendo feito, ou seja, fazia o papel do *status quo*.

Um detalhe primordial sobre a versão “status quo” é que, em cada questão, a alternativa que representava a opção pré-definida foi alternada, de modo que todas as alternativas pudessem, em algum momento, ocupar esta posição. Sendo assim, como cada pergunta possuía três respostas possíveis, a versão *status quo* do questionário, na verdade, era composta por três versões. Dessa forma, todo o questionário foi composto por quatro variantes: uma versão neutra, e três versões *status quo*. Todas elas se encontram nos Apêndices deste trabalho.

Logo, considerando as variantes do questionário, cada alternativa poderia apresentar três enquadramentos. O primeiro deles “neutro” (NT), ocorre quando o questionário for do tipo neutro e todas as opções são apresentadas de forma equivalente; o enquadramento “*status quo*” (SQ) acontece quando a alternativa específica for a opção pré-definida do questionário; por fim, o enquadramento “alternativa ao *status quo*” (ASQ), ocorre quando uma das outras duas alternativas é a opção pré-definida do questionário.

Portanto, tendo em vista todas as versões do questionário e considerando que cada pergunta apresentava três respostas possíveis, cada alternativa será enquadrada como “neutra” (NT) em uma única oportunidade, como *status quo* (SQ) também uma única ocasião, e como alternativa ao *status quo* (ASQ) em duas oportunidades.

3.4 Procedimentos de coleta e análise de dados

Por questão de conveniência, os questionários foram aplicados em sala de aula, durante os intervalos, no mês de novembro de 2016. O tempo médio para resposta foi de cinco minutos.

Os respondentes foram informados que não havia respostas certas ou erradas e que, em cada pergunta, deveriam escolher uma única alternativa conforme julgassem pertinente. Para evitar qualquer influência, os participantes não receberam informações quanto ao objetivo da pesquisa.

Seguindo a metodologia de Samuelson e Zeckhauser (1988), cada indivíduo recebeu uma única versão do questionário. Ao longo de toda a amostra, a ordem em que as alternativas foram apresentadas foi permutada, com o objetivo de evitar que as decisões fossem influenciadas pela ordenação das alternativas. O questionário completo, incluindo uma única permuta, encontra-se nos Apêndices deste trabalho.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Nesta seção, além da apresentação dos resultados encontrados na pesquisa, é feita uma comparação com o estudo original, evidenciando as principais semelhanças e divergências.

4.1 Resumo dos dados

Finalizada a aplicação dos questionários, foi realizada a tabulação dos dados, utilizando o software Microsoft Excel 2016. A tabela abaixo apresenta um resumo de todas as respostas, considerando o enquadramento de cada alternativa conforme as diferentes versões do questionário.

Tabela 2 - Resumo dos dados coletados

Pergunta	Alternativa	Enquadramento da alternativa						p-valor	
		<i>Status Quo</i> (SQ)		Neutro (NT)		Alternativa ao <i>Status Quo</i> (ASQ)			
		Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%		
1	70-30	34/68	50,00%	27/73	36,99%	64/140	45,71%	0,5613	a
	50-50	17/70	24,29%	32/73	43,84%	56/138	40,58%	0,0200	b
	30-70	14/70	20,00%	14/73	19,18%	23/138	16,67%	0,5525	c
2	Alto risco	17/68	25,00%	12/73	16,44%	26/140	18,57%	0,2828	d
	Médio risco	37/70	52,86%	33/73	45,21%	55/138	39,86%	0,0744	e
	Título Público	25/70	35,71%	28/73	38,36%	48/138	34,78%	0,8942	f
3	115.000	50/68	73,53%	37/73	50,68%	61/140	43,57%	0,0000	g
	120.000	26/70	37,14%	29/73	39,73%	39/138	28,26%	0,1916	h
	125.000	18/70	25,71%	7/73	9,59%	14/138	10,14%	0,0009	i
4	Empresa "X"	46/68	67,65%	41/73	56,16%	70/140	50,00%	0,0033	j
	Empresa "Y"	30/70	42,86%	30/73	41,10%	41/138	29,71%	0,0162	k
	Empresa "Z"	7/70	10,00%	2/73	2,74%	14/138	10,14%	0,9738	l
5	Região "X"	17/68	25,00%	7/73	9,59%	19/140	13,57%	0,0410	m
	Região "Y"	20/70	28,57%	13/73	17,81%	26/138	18,84%	0,1101	n
	Região "Z"	46/70	65,71%	53/73	72,60%	80/138	57,97%	0,2802	o

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

A tabela 2 apresenta as frequências de respostas e respectivas porcentagens da cada alternativa, conforme os três possíveis enquadramentos. Como exemplo, na pergunta 3, a alternativa "125.000" foi selecionada por 18 respondentes de um total de 70, quando foi enquadrada como *status quo*; 7 de 73 a escolheram quando o rótulo foi neutro; e 14 de 138 quando a selecionaram quando ela representava uma alternativa ao *status quo*, ou seja, quando outra alternativa representava a opção pré-definida. A mesma lógica se aplica a todo o resto da tabela.

4.2 Taxa de frequência dos enquadramentos

Segundo Samuelson e Zeckhauser (1988, p. 14-15), uma maneira simples de verificar o *viés do status quo* é verificar o comportamento das taxas de resposta de uma alternativa conforme os possíveis enquadramentos. Os autores concluem que,

na grande maioria das situações, as taxas de resposta mais altas ocorrem quando uma alternativa é enquadrada como *status quo* (SQ), diminuindo quando a rotulagem é neutra (NT), e se tornando ainda menores diante do enquadramento alternativo ao *status quo* (ASQ).

Assim, as taxas de resposta mudam conforme o enquadramento, e, se o viés do *status quo* existir, a seguinte inequação é válida: $SQ > NT > ASQ$.

No artigo original, este padrão foi encontrado por doze vezes entre as quinze possíveis. Na presente pesquisa, apenas em cinco entre as quinze possíveis (linhas c, e, g, j, k da tabela 2).

Todavia, se a equação for dividida em duas partes, isto é, $SQ > NT$, e $NT > ASQ$, a presente pesquisa encontra o resultado esperado em onze vezes na primeira parte, isto é, $SQ > NT$ (linhas a, c, d, e, g, i, j, k, l, m, n do tabela 2) e nove vezes na segunda parte, ou seja, $NT > ASQ$ (linhas b, c, e, f, g, h, j, k, o da tabela 2).

No estudo original, caso os autores segmentassem a inequação, o padrão seria verificado 13 vezes para a primeira parte e 14 vezes para a segunda. Portanto, o fato deste trabalho ter encontrado uma quantidade menor que esperado do padrão completo, isto é, $SQ > NT > ASQ$, deve-se principalmente à última parte da inequação.

Neste ponto é importante ressaltar uma diferença entre as metodologias adotadas. Enquanto neste trabalho todas as alternativas foram permutadas, sem qualquer exceção, no artigo original a alternativa *status quo* foi apresentada sempre como a primeira opção da lista.

Samuelson e Zeckhauser (1988, p. 48) argumentam que o objetivo de colocar a alternativa *status quo* como primeira da lista era não deixar dúvidas nos participantes em relação a qual alternativa era a pré-definida.

Os autores reconhecem que isso pode contribuir para que o viés em estudo seja potencializado. Entretanto, afirmam que os enquadramentos neutro e alternativa ao *status quo* foram permutados no artigo original, sendo que não foram observadas influências decorrentes da ordem de apresentação das alternativas. Isso os levou a concluir que apresentar as alternativas *status quo* sempre como primeira da lista não exerceu influência sobre os resultados.

Contudo, o autor deste estudo optou por permutar inclusive as alternativas *status quo*. Os resultados encontrados mostram que o viés procurado foi encontrado, embora em menor magnitude. Não é possível, entretanto, afirmar que o

fato de identificar o *viés do status quo* em menor grau, quando comparado ao estudo original, foi consequência da metodologia alternativa adotada.

4.3 Análise estatística

Samuelson e Zeckhauser (1988, p. 14-15), promoveram um segundo teste do *viés do status quo*. Os autores realizaram um teste do qui-quadrado para verificar se havia diferença estatisticamente significativa entre as taxas de respostas dos enquadramentos *status quo* e alternativa ao *status quo*.

A hipótese nula era os enquadramentos possuíam distribuição binomial com mesmos parâmetros. A hipótese alternativa era que a probabilidade subjacente à distribuição binomial do enquadramento *status quo* era maior do que a do enquadramento alternativa ao *status quo*.

Ou seja, considerando que a distribuição binomial representa a possibilidade de sucessos em uma sequência de eventos, o objetivo dos autores com este teste de hipóteses era verificar se o fato de uma alternativa ser enquadrada como *status quo* aumenta a chance de que um indivíduo a selecione. Assim, considerando um nível de significância de 10%, os autores rejeitaram a hipótese nula em oito oportunidades entre as quinze possíveis.

A metodologia acima descrita foi integralmente replicada neste trabalho. O software Minitab 17 foi utilizado para a realização dos testes do qui-quadrado, sendo que a hipótese nula foi rejeitada sete vezes entre as quinze possíveis (linhas b, e, g, i, j, k, m), configurando um resultado muito semelhante ao do artigo base. A figura abaixo reproduz os resultados encontrados através do Minitab 17 para a alternativa “médio risco” da pergunta 2. Todas as linhas da tabela 2 usaram a mesma metodologia para o teste de hipóteses, sendo que o *p-valor* de cada teste se encontra na penúltima coluna da tabela 2.

Figura 7 - Teste do qui-quadrado

Linhas: C1 Colunas: Colunas da worksheet

	Status quo	Alternativa status quo	Todos
escolhido	37 30,96	55 61,04	92
não escolhido	33 39,04	83 76,96	116
Todos	70	138	208

Conteúdo da Célula: Contagem
Contagem esperada

Qui-Quadrado de Pearson = 3,183; GL = 1; Valor-P = 0,074
Qui-Quadrado da Razão de Verossimilhanças = 3,174; GL = 1; Valor-P = 0,075

Fonte: Elaborado pelo autor, com auxílio do software Minitab 17.

4.4 Limitações desta pesquisa

Para verificar se a quantidade de opções pode ser um fator potencializador para o surgimento do *viés do status quo*, Samuelson e Zeckhauser (1988), aplicaram versões diferentes do questionário utilizado como instrumento para coleta de dados, alterando a quantidade de alternativas possíveis em cada pergunta.

Assim, os autores estudaram o comportamento dos indivíduos nas mesmas situações, porém com duas, três e quatro opções de respostas disponíveis em cada pergunta, concluindo que quanto maior o número de alternativas possíveis, mais forte era o *viés* (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 19).

Outro ponto a ser destacado é que no questionário original, os autores elaboraram perguntas de decisão sequenciais, isto é, uma sucessão de perguntas onde a resposta da primeira pergunta se tornava o *status quo* da segunda. A conclusão foi que a primeira resposta acabava se tornando uma âncora da segunda, o que ampliava o efeito *status quo* (SAMUELSON; ZECKHAUSER, 1988, p. 26).

Uma vez que o teste das situações acima ensejaria uma amostra muito maior, este autor optou por não realizá-los, o que constitui em limitações deste trabalho. Entretanto, elas não invalidam a pesquisa, tendo em vista que o efeito esperado quando tais abordagens são utilizadas tende a ser ainda maior do que foi observado neste trabalho.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este estudo teve por objetivo efetuar uma pesquisa sob a ótica das finanças comportamentais, visando verificar se a anomalia conhecida como viés *do status quo* estava presente na população em estudo.

A análise dos dados coletados na amostra permite concluir pela presença do viés na população em referência, embora a magnitude do efeito tenha sido inferior à observada no artigo base de Samuelson e Zeckhauser (1988).

O objetivo principal do trabalho foi alcançado, tendo em vista que foi possível observar que, diante de uma decisão, as preferências das pessoas comuns são influenciadas pela forma como as alternativas são apresentadas, o que fere a Teoria da Utilidade Esperada. A identificação de anomalias como esta, compõe o campo de estudos das Finanças Comportamentais e permite questionar a racionalidade inerente ao modelo moderno de finanças.

Todavia, esta observação não significa que este último paradigma deve ser abandonado. Todo modelo é uma simplificação da realidade, e muitas proposições de teoria de contemporânea de finanças, que tem a Hipótese dos Mercados Eficientes como uma de suas bases teóricas, foram confirmadas empiricamente em diversas oportunidades. Alguns de seus argumentos são extremamente lógicos, como a questão da precificação das informações antes mesmo que elas sejam divulgadas, conforme as expectativas dos investidores.

A racionalidade humana, entretanto, não deve ser levada ao extremo. Nesse contexto, Thaler e Sunstein (2009, p. 6-7) sugerem que os humanos, na verdade, pertencem a duas espécies: os *humanos* e os *econos*. Os *humanos* representam o retrato canônico da teoria econômica, ou seja, são seres que pensam em todas as opções e escolhem a melhor alternativa possível, ou seja, aquela que maximiza a utilidade do indivíduo.

Quanto aos *econos*, eles são os humanos reais, isto é, são pessoas comuns, que muitas vezes consideram fatores irrelevantes, e nem sempre tomam a melhor decisão possível. Isso não implica que eles sejam irracionais, significa apenas que eles não são máquinas perfeitas de tomar decisões, e são propensos a erros e influências diversas.

Logo, as Finanças Comportamentais não devem ser vistas como um modelo oposto à teoria contemporânea de finanças, e sim como um paradigma que a complementa, tornando-a ainda melhor, uma vez que pondera questões relacionadas a um elemento chave do mercado: o homem e seu comportamento.

Como recomendações para futuros estudos neste eixo temático, sugere-se a realização de pesquisas que preencham as limitações desta, ou seja que busquem verificar a influência da primeira decisão em escolhas sequenciais, e que forneçam uma quantidade maior de opções ao tomador de decisão, visto que essas são situações com potencial para amplificar o viés do *status quo*.

REFERÊNCIAS

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. A Survey of Behavioral Finance. **Handbook Of The Economics Of Finance**, [s.l.], p.1051-1121, set. 2002. National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w9222>.

BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard H.. How Much Is Investor Autonomy Worth? **The Journal Of Finance**, [s.l.], v. 57, n. 4, p.1593-1616, ago. 2002. Wiley-Blackwell. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00472>.

CAMPBELL, John Y.. Empirical Asset Pricing: Eugene Fama, Lars Peter Hansen, and Robert Shiller. **The Scandinavian Journal Of Economics**, [s.l.], v. 116, n. 3, p.593-634, 20 maio 2014. Wiley-Blackwell. <http://dx.doi.org/10.1111/sjoe.12070>.

CURTO, DIAS J. Contributos para o Desenvolvimento da Teoria Financeira. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**. out. 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Mitos de investimentos**. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Finacial Times – Prentice Hall, 2006. 177 p.

EHRHARDT, Michael; BRIGHAM, Eugene. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução de Ez2translate. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012. 1111 p.

FAMA, Eugene F.. Random Walks in Stock Market Prices. **Financial Analysts Journal**, [s.l.], v. 21, n. 5, p.55-59, set. 1965. CFA Institute. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v21.n5>.

FAMA, Eugene F.. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal Of Finance**, [s.l.], v. 25, n. 2, p.383-417, maio 1970. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/2325486>.

FAMA, Eugene F.. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. **Ssrn Electronic Journal**, [s.l.], p.1-30, 1997.

FEREJOHN, John; PASQUINO, Pasquale. A teoria da escolha racional na ciência política: conceitos de racionalidade em teoria política. **Rev. bras. Ci. Soc.** [online]. 2001, vol.16, n.45, pp.05-24. ISSN 1806-9053. <http://dx.doi.org/10.1590/S0102-69092001000100001>

FIANI, Ronaldo. Teoria dos jogos. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. 357 p.

FOX, Justin. **O mito dos mercados racionais**. Tradução de Gabriel Zide Neto. Rio de Janeiro: Best Seller, 2011. 475 p.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 206 p.

HALFELD, Mauro; TORRES, Fábio de Freitas Leitão. Finanças comportamentais: a aplicações no contexto brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 41, n. 2, p.64-71, jun. 2001. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-75902001000200007>.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, [s.l.], v. 47, n. 2, p.263-291, mar. 1979. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/1914185>.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Choices, values, and frames. **American Psychologist**, [s.l.], v. 39, n. 4, p.341-350, 1984. American Psychological Association (APA). <http://dx.doi.org/10.1037/0003-066x.39.4.341>.

KAHNEMAN, Daniel; KNETSCH, Jack L; THALER, Richard H. Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. **Journal Of Economic Perspectives**, [s.l.], v. 5, n. 1, p.193-206, fev. 1991. American Economic Association. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.5.1.193>.

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e devagar**: duas formas de pensar. Tradução de Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012. 610 p.

KIMURA, Herbert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KRAUTER, Elizabeth. Paradoxos em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 46, n. 1, p.41-58, mar. 2006. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-75902006000100005>.

MENDONÇA, Helder Ferreira. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**, v. 22 n.3 , p. 46-64, jul. 2002.

RABELO JUNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s.l.], v. 15, n. 34, p.97-107, abr. 2004. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1519-70772004000100007>

SAMUELSON, William; ZECKHAUSER, Richard. Status quo bias in decision making. **Journal Of Risk And Uncertainty**, [s.l.], v. 1, n. 1, p.7-59, mar. 1988. Springer Nature. <http://dx.doi.org/10.1007/bf00055564>.

TAQQU, Murad S.. Bachelier and his times: A conversation with Bernard Bru. **Finance And Stochastics**, [s.l.], v. 5, n. 1, p.3-32, jan. 2001. Springer Nature. <http://dx.doi.org/10.1007/pl00000039>.

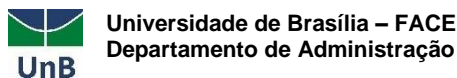
THALER, Richard. Toward a positive theory of consumer choice. **Journal Of Economic Behavior & Organization**, [s.l.], v. 1, n. 1, p.39-60, mar. 1980. Elsevier BV. [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681\(80\)90051-7](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681(80)90051-7).

THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **Nudge**: O empurrão para a escolha certa. Tradução de Marcello Lino. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 313 p.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação.** São Paulo: Atlas, 1987, 173 p.

VARIAN, Hal. **Microeconomia: princípios básicos.** 5. ed. Americana. Tradução de Ricardo Inojosa e Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2009. 756 p.

Apêndice A - Questionário Neutro



Este questionário tem por objetivo coletar dados que serão utilizados no trabalho de conclusão de curso de Thiago Ferretti do Carmo, aluno do curso de Administração da Universidade de Brasília, sendo que a aprovação do referido trabalho é requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Para cada situação abaixo escolha apenas uma única alternativa. Não há respostas certas ou erradas. Você deve marcar a alternativa que lhe for mais conveniente em cada questão. O sigilo de suas respostas está totalmente garantido. Muito obrigado!

Informações gerais:

Você é aluno(a) de qual curso?

- Administração Economia
 Contabilidade Outro: _____

Atualmente cursa qual semestre?

- 1º ou 2º 5º ou 6º
 3º ou 4º 7º em diante

1 - Você trabalha em uma diretoria do Detran-DF cuja principal atribuição é melhorar a segurança do trânsito no Distrito Federal. Para atingir este objetivo, você deve decidir como a diretoria deve alocar seu orçamento anual entre dois programas: um voltado à educação dos motoristas e outro com foco na fiscalização. Entre as opções de alocação de recursos abaixo, qual você escolheria?

- Alocar 70% para a educação e 30% para a fiscalização.
 Alocar 50% para a educação e 50% para a fiscalização.
 Alocar 30% para a educação e 70% para a fiscalização.

2 - Você acabou de receber uma herança de um familiar e passa a considerar onde irá investi-la. Entre as opções de investimento abaixo, qual você escolheria?

- Ações da empresa "X". Risco alto. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com a mesmas probabilidades: valorização de 100%, nenhuma valorização, desvalorização de 40%.
 Ações da empresa "Y". Risco moderado. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com a mesmas probabilidades: valorização de 50%, nenhuma valorização, desvalorização de 20%.
 Títulos públicos. Risco baixo. Após um ano é praticamente certo que os títulos terão um retorno de 10%.

3 - Sua empresa está participando de uma licitação para fornecer computadores a um órgão público. O custo dos computadores é de R\$ 100.000,00. Você está considerando qual a melhor proposta a ser feita. Entre as propostas abaixo, qual você apresentaria?

- Proposta de R\$ 115.000,00. Chance de ganhar a licitação: 70%
 Proposta de R\$ 120.000,00. Chance de ganhar a licitação: 60%
 Proposta de R\$ 125.000,00. Chance de ganhar a licitação: 50%

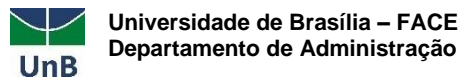
4 - Você está no último ano de sua graduação e possui três ofertas de estágio em empresas distintas. Em todos os casos as atribuições são as mesmas, e o período de contratação é de um ano. Após esse período você pode ser contratado efetivamente, mas não há garantias de efetivação. Com base em tais informações, em qual empresa você escolheria estagiar?

- Empresa "X". Empresa grande e muito reconhecida. O salário está entre os maiores do mercado. Você enfrentará muitos concorrentes, o que reduz suas chances iniciais de efetivação.
 Empresa "Y". Empresa média e com razoável reconhecimento. O salário está na média do mercado. Você enfrentará alguns concorrentes, mas não muitos, o que faz com que suas chances iniciais de efetivação sejam razoáveis.
 Empresa "Z". Empresa pequena e pouco reconhecida. O salário está entre os menores do mercado. Você não enfrentará muitos concorrentes, o que eleva suas chances iniciais de efetivação.

5 - Você trabalha na Secretaria de Segurança Pública do Estado de São Paulo e está considerando algumas opções para aumentar a capacidade de presos das penitenciárias paulistas. Os custos são os mesmos para todas as opções. Entre as alternativas abaixo, qual você escolheria?

- Construir uma nova penitenciária na região "X" do estado, sabendo que é uma região altamente povoada.
 Construir uma nova penitenciária na região "Y" do estado, sabendo que é uma região razoavelmente povoada.
 Construir uma nova penitenciária na região "Z" do estado, sabendo que é uma região pouco povoada.

Apêndice B – Questionário *Status Quo* 1



Este questionário tem por objetivo coletar dados que serão utilizados no trabalho de conclusão de curso de Thiago Ferretti do Carmo, aluno do curso de Administração da Universidade de Brasília, sendo que a aprovação do referido trabalho é requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Para cada situação abaixo escolha apenas uma única alternativa. Não há respostas certas ou erradas. Você deve marcar a alternativa que lhe for mais conveniente em cada questão. O sigilo de suas respostas está totalmente garantido. Muito obrigado!

Informações gerais:

Você é aluno(a) de qual curso?

- Administração Economia
 Contabilidade Outro: _____

Atualmente cursa qual semestre?

- 1º ou 2º 5º ou 6º
 3º ou 4º 7º em diante

1 - Você trabalha em uma diretoria do Detran-DF cuja principal atribuição é melhorar a segurança do trânsito no Distrito Federal. Para atingir este objetivo, você deve decidir como a diretoria deve alocar seu orçamento anual entre dois programas: um voltado à educação dos motoristas e outro com foco na fiscalização. Uma prática recorrente da sua diretoria tem sido alocar 70% para a educação e 30% para a fiscalização. Mas você possui autonomia para alterar esta alocação caso julgue necessário. Entre as opções de alocação de recursos abaixo, qual você escolheria?

- Manter a alocação de 70% para a educação e 30% para a fiscalização.
 Mudar, alocando 50% para a educação e 50% para a fiscalização.
 Mudar, alocando 30% para a educação e 70% para a fiscalização.

2 - Você acabou de receber uma herança de um familiar, que está totalmente investida em ações da empresa "X". Existem outras alternativas para investir e não há custos de transação. Entre as opções de investimento abaixo, qual você escolheria?

- Manter o investimento em ações da empresa "X". Risco alto. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com a mesmas probabilidades: valorização de 100%, nenhuma valorização, desvalorização de 40%.
 Mudar, e investir tudo em ações da empresa "Y". Risco moderado. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com a mesmas probabilidades: valorização de 50%, nenhuma valorização, desvalorização de 20%.
 Mudar, e investir tudo em títulos públicos. Risco baixo. Após um ano é praticamente certo que os títulos terão um retorno de 10%.

3 - Sua empresa está participando de uma licitação para fornecer computadores a um órgão público. O custo dos computadores é de R\$ 100.000,00. Uma prática recorrente da empresa é trabalhar com uma margem de lucro de 15%. Neste caso, isso significa uma proposta no valor de R\$ 115.000,00, onde estima-se que a chance sucesso é de 70%. Entretanto, você tem autonomia para decidir qual proposta será feita. Entre as propostas abaixo, qual você apresentaria?

- Proposta de R\$ 115.000,00. Chance de ganhar a licitação: 70%
 Proposta de R\$ 120.000,00. Chance de ganhar a licitação: 60%
 Proposta de R\$ 125.000,00. Chance de ganhar a licitação: 50%

4 - Você está no último ano de sua graduação, e atualmente é estagiário na empresa "X". Então você recebe duas outras ofertas de estágio, cujas atribuições são as mesmas. Seu estágio atual tem mais um ano de duração e, caso opte por mudar de empresa, o novo estágio será pelo mesmo prazo. Após esse período você pode ser contratado efetivamente, mas não há garantias de efetivação. Entre as opções abaixo, qual você escolheria?

- Permanecer na empresa "X". Empresa grande e muito reconhecida. O salário está entre os maiores do mercado. Você enfrentará muitos concorrentes, o que reduz suas chances iniciais de efetivação
 Ir para a empresa "Y". Empresa média e com razoável reconhecimento. O salário está na média do mercado. Você enfrentará alguns concorrentes, mas não muitos, o que faz com que suas chances iniciais de efetivação sejam razoáveis.
 Ir para a empresa "Z" Empresa pequena e pouco reconhecida. O salário está entre os menores do mercado. Você não enfrentará muitos concorrentes, o que eleva suas chances iniciais de efetivação.

5 – Você trabalha na Secretaria de Segurança Pública do Estado de São Paulo e está considerando algumas opções para aumentar a capacidade de presos das penitenciárias paulistas. Os custos são os mesmos para todas as opções. Entre as alternativas abaixo, qual você escolheria?

- Expandir uma penitenciária já existente na região "X" do estado, sabendo que é uma região altamente povoada.
 Construir uma nova penitenciária na região "Y" do estado, sabendo que é uma região razoavelmente povoada.
 Construir uma nova penitenciária na região "Z" do estado, sabendo que é uma região pouco povoada.

Apêndice C – Questionário *Status Quo* 2



Universidade de Brasília – FACE
Departamento de Administração

Este questionário tem por objetivo coletar dados que serão utilizados no trabalho de conclusão de curso de Thiago Ferretti do Carmo, aluno do curso de Administração da Universidade de Brasília, sendo que a aprovação do referido trabalho é requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Para cada situação abaixo escolha apenas uma única alternativa. Não há respostas certas ou erradas. Você deve marcar a alternativa que lhe for mais conveniente em cada questão. O sigilo de suas respostas está totalmente garantido. Muito obrigado!

Informações gerais:

Você é aluno(a) de qual curso?

- Administração Economia
 Contabilidade Outro: _____

Atualmente cursa qual semestre?

- 1º ou 2º 5º ou 6º
 3º ou 4º 7º em diante

1 - Você trabalha em uma diretoria do Detran-DF cuja principal atribuição é melhorar a segurança do trânsito no Distrito Federal. Para atingir este objetivo, você deve decidir como a diretoria deve alocar seu orçamento anual entre dois programas: um voltado à educação dos motoristas e outro com foco na fiscalização. Uma prática recorrente da sua diretoria tem sido alocar 50% para a educação e 50% para a fiscalização. Mas você possui autonomia para alterar esta alocação caso julgue necessário. Entre as opções de alocação de recursos abaixo, qual você escolheria?

- Mudar, alocando 70% para a educação e 30% para a fiscalização
 Manter a alocação 50% para a educação e 50% para a fiscalização
 Mudar, alocando 30% para a educação e 70% para a fiscalização

2 - Você acabou de receber uma herança de um familiar, que está totalmente investida em ações da empresa "Y". Existem outras alternativas para investir e não há custos de transação. Entre as opções de investimento abaixo, qual você escolheria?

- Mudar, e investir tudo em ações da empresa "X". Risco alto. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com iguais probabilidades: valorização de 100%, nenhuma valorização, desvalorização de 40%.
 Manter o investimento em ações da empresa "Y". Risco moderado. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com iguais probabilidades: valorização de 50%, nenhuma valorização, desvalorização de 20%.
 Mudar, e investir tudo em títulos públicos. Risco baixo. Após um ano é praticamente certo que os títulos terão um retorno de 10%

3 - Sua empresa está participando de uma licitação para fornecer computadores a um órgão público. O custo dos computadores é de R\$ 100.000,00. Uma prática recorrente da empresa é trabalhar com uma margem de lucro de 20%. Neste caso, isso significa uma proposta no valor de R\$ 120.000,00, onde estima-se que a chance sucesso é de 60%. Entretanto, você tem autonomia para decidir qual proposta será feita. Entre as propostas abaixo, qual você apresentaria?

- Proposta de R\$ 115.000,00. Chance de ganhar a licitação: 70%
 Proposta de R\$ 120.000,00. Chance de ganhar a licitação: 60%
 Proposta de R\$ 125.000,00. Chance de ganhar a licitação: 50%

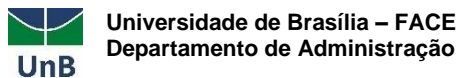
4 - Você está no último ano de sua graduação, e atualmente é estagiário na empresa "Y". Então você recebe duas outras ofertas de estágio, cujas atribuições são as mesmas. Seu estágio atual tem mais um ano de duração e, caso opte por mudar de empresa, o novo estágio será pelo mesmo prazo. Após esse período você pode ser contratado efetivamente, mas não há garantias de efetivação. Entre as opções abaixo, qual você escolheria?

- Ir para a empresa "X". Empresa grande e muito reconhecida. O salário está entre os maiores do mercado. Você enfrentará muitos concorrentes, o que reduz suas chances iniciais de efetivação
 Permanecer na empresa "Y". Empresa média e com razoável reconhecimento. O salário está na média do mercado. Você enfrentará alguns concorrentes, mas não muitos, o que faz com que suas chances iniciais de efetivação sejam razoáveis.
 Ir para a empresa "Z". Empresa pequena e pouco reconhecida. O salário está entre os menores do mercado. Você não enfrentará muitos concorrentes, o que eleva suas chances iniciais de efetivação.

5 – Você trabalha na Secretaria de Segurança Pública do Estado de São Paulo e está considerando algumas opções para aumentar a capacidade de presos das penitenciárias paulistas. Os custos são os mesmos para todas as opções. Entre as alternativas abaixo, qual você escolheria?

- Construir uma nova penitenciária na região "X" do estado, sabendo que é uma região altamente povoada.
 Expandir uma penitenciária já existente na região "Y" do estado, sabendo que é uma região razoavelmente povoada.
 Construir uma nova penitenciária na região "Z" do estado, sabendo que é uma região pouco povoada.

Apêndice D – Questionário *Status Quo* 3



Este questionário tem por objetivo coletar dados que serão utilizados no trabalho de conclusão de curso de Thiago Ferretti do Carmo, aluno do curso de Administração da Universidade de Brasília, sendo que a aprovação do referido trabalho é requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Para cada situação abaixo escolha apenas uma única alternativa. Não há respostas certas ou erradas. Você deve marcar a alternativa que lhe for mais conveniente em cada questão. O sigilo de suas respostas está totalmente garantido. Muito obrigado!

Informações gerais:

Você é aluno(a) de qual curso?

Administração

Economia

Contabilidade

Outro: _____

Atualmente cursa qual semestre?

1º ou 2º

5º ou 6º

3º ou 4º

7º em diante

1 - Você trabalha em uma diretoria do Detran-DF cuja principal atribuição é melhorar a segurança do trânsito no Distrito Federal. Para atingir este objetivo, você deve decidir como a diretoria deve alocar seu orçamento anual entre dois programas: um voltado à educação dos motoristas e outro com foco na fiscalização. Uma prática recorrente da sua diretoria tem sido alocar 30% para a educação e 70% para a fiscalização. Mas você possui autonomia para alterar esta alocação caso julgue necessário. Entre as opções de alocação de recursos abaixo, qual você escolheria?

Mudar, alocando 70% para a educação e 30% para a fiscalização

Mudar, alocando 50% para a educação e 50% para a fiscalização

Manter a alocação de 30% para a educação e 70% para a fiscalização

2 - Você acabou de receber uma herança de um familiar, que está totalmente investida em títulos públicos. Existem outras alternativas para investir e não há custos de transação. Entre as opções de investimento abaixo, qual você escolheria?

Mudar, e investir tudo em ações da empresa "X". Risco alto. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com iguais probabilidades: valorização de 100%, nenhuma valorização, desvalorização de 40%.

Mudar, e investir tudo em ações da empresa "Y". Risco moderado. Após um ano os seguintes cenários são possíveis, com iguais probabilidades: valorização de 50%, nenhuma valorização, desvalorização de 20%.

Manter o investimento em títulos públicos. Risco baixo. Após um ano é praticamente certo que os títulos terão um retorno de 10%.

3 - Sua empresa está participando de uma licitação para fornecer computadores a um órgão público. O custo dos computadores é de R\$ 100.000,00. Uma prática recorrente da empresa é trabalhar com uma margem de lucro de 25%. Neste caso, isso significa uma proposta no valor de R\$ 125.000,00, onde estima-se que a chance sucesso é de 50%. Entretanto, você tem autonomia para decidir qual proposta será feita. Entre as propostas abaixo, qual você apresentaria?

Proposta de R\$ 115.000,00. Chance de ganhar a licitação: 70%

Proposta de R\$ 120.000,00. Chance de ganhar a licitação: 60%

Proposta de R\$ 125.000,00. Chance de ganhar a licitação: 50%

4 - Você está no último ano de sua graduação, e atualmente é estagiário na empresa "Z". Então você recebe duas outras ofertas de estágio, cujas atribuições são as mesmas. Seu estágio atual tem mais um ano de duração e, caso opte por mudar de empresa, o novo estágio será pelo mesmo prazo. Após esse período você pode ser contratado efetivamente, mas não há garantias de efetivação. Entre as opções abaixo, qual você escolheria?

Ir para a empresa "X". Empresa grande e muito reconhecida. O salário está entre os maiores do mercado. Você enfrentará muitos concorrentes, o que reduz suas chances iniciais de efetivação

Ir para a empresa "Y". Empresa média e com razoável reconhecimento. O salário está na média do mercado. Você enfrentará alguns concorrentes, mas não muitos, o que faz com que suas chances iniciais de efetivação sejam razoáveis.

Permanecer na empresa "Z". Empresa pequena e pouco reconhecida. O salário está entre os menores do mercado. Você não enfrentará muitos concorrentes, o que eleva suas chances iniciais de efetivação.

5 – Você trabalha na Secretaria de Segurança Pública do Estado de São Paulo e está considerando algumas opções para aumentar a capacidade de presos das penitenciárias paulistas. Os custos são os mesmos para todas as opções. Entre as alternativas abaixo, qual você escolheria?

Construir uma nova penitenciária na região "X" do estado, sabendo que é uma região altamente povoada.

Construir uma nova penitenciária na região "Y" do estado, sabendo que é uma região razoavelmente povoada.

Expandir uma penitenciária já existente na região "Z" do estado, sabendo que é uma região pouco povoada.