

**Um Ensaio Sobre o Efeito Disposição na Realização de Ganhos e Perdas em  
Investimentos.**

**ROBSON BRAGA**

*Universidade de São Paulo*

**LUIZ PAULO FÁVERO**

*Universidade de São Paulo*

**Resumo**

O efeito disposição está relacionado com a tendência com que as pessoas realizam mais rapidamente ganhos do que perdas. Desde o estudo seminal de Shefrin e Statman (1985), diversas pesquisas foram realizadas sobre o assunto e demonstram que o efeito disposição parece estar longe de estar plenamente explicado. Em virtude dessa aparente falta de consenso sobre o assunto, este ensaio apresenta uma análise da produção científica sobre o efeito disposição no período compreendido entre 2010 e 2014, dando continuidade à pesquisa desenvolvida por Lucchesi (2010) que apresentou um levantamento sobre as pesquisas sobre o efeito disposição no período entre 1985 e 2009. Por meio de uma metodologia empírico-analítica, realiza-se uma análise dos trinta e seis trabalhos identificados em periódicos internacionais sobre o efeito disposição, cujos resultados são apresentados e discutidos de maneira objetiva e clara, por meio de rede científica e tabelas com os resultados das análises. Os achados apontam para a prevalência da diferença de proporções como técnica mais utilizada pelos pesquisadores para medir o efeito disposição. O uso de dados de arquivos, especialmente aqueles das bases de dados de corretoras, tem sido mais comum, apesar do crescimento do uso de experimentos como estratégia metodológica. Não há dúvidas quanto a existência do efeito disposição no contexto das decisões dos investidores, mas o resultados estão longe de um consenso. Os achados obtidos apontam para novas propostas de estudos, desenvolvimento de modelos estatísticos para explicar o efeito disposição e suas variantes, bem como para outros aspectos relevantes para a tomada de decisão em investimentos.

**Palavras chave:** Teoria do prospecto, Efeito disposição, Ganhos e perdas.

## 1. INTRODUÇÃO

Desde que os estudos sobre finanças comportamentais começaram a chamar a atenção da comunidade científica e as pesquisas evoluíram, vários temas têm sido objeto de investigação em diversas áreas. Boa parte das investigações que buscam compreender o comportamento do investidor deriva dos fundamentos da Teoria do Prospecto (Kahneman & Tversky, 1979), como o efeito disposição (Shefrin & Statman, 1985).

O efeito disposição surgiu a partir da observação de que os investidores mantêm em suas carteiras ações vencedoras ou lucrativas por menos tempo do que as perdedoras (Shefrin & Statman, 1985). Esse comportamento contraria os fundamentos da racionalidade, vez que não contribui para a maximização do retorno da carteira de investidores, pelo contrário, tende a elevar as perdas (Hens & Vlcek, 2011).

Conforme apontam Talpsepp, Vlcek e Wang (2014), diferentes explicações têm buscado compreender esse frequente padrão de comportamento que atinge os investidores. Existem associações diretas à aversão ao risco, oriunda da teoria do prospecto (Kahneman & Tversky, 1979), a um processo de viés cognitivo denominado de contabilidade mental (Thaler, 1985), a aspectos comportamentais diversos, dentre eles a busca por “vencer” o mercado, operando de maneira mais ativa (Odean, 1998).

A maior parte dos estudos tem assumido o efeito disposição como sendo objetivamente explicado pela atitude assimétrica ao risco, como proposto pela teoria do prospecto (Talpsepp, Vlcek & Wang, 2014). Por esse entendimento, as pessoas são mais avessas ao risco quando estão ganhando e buscam mais o risco quando estão perdendo (Kahneman & Tversky, 1979). Os fundamentos da teoria do prospecto, porém, não têm sido suficientes para explicar o efeito disposição (Henderson, 2012).

A crença na reversão dos preços à média tem sido outra linha explanatória (Hens & Vlcek, 2006). Acreditar na tendência de que os preços reverteriam à média faria com que as ações perdedoras de hoje se tornassem as vencedoras de amanhã e, por isso, os investidores acreditariam que não valeria a pena vender ações que podem render bons lucros no futuro (Costa Junior, Mineto & Silva, 2008). Essa explicação, aliada a outros fatores, podem comprometer a avaliação do comportamento do investidor como sendo típico do efeito disposição (Ben-David & Hirshleifer, 2012).

A relevância do efeito disposição no âmbito dos estudos sobre comportamento do investidor, o surgimento de outros aspectos relacionados com o processo decisório no mercado de ações, que impactam a decisão de venda de ações ganhadoras e perdedoras, e o fato de os estudos sobre efeito disposição apresentarem resultados controversos, como destaca Henderson (2012), torna relevante sua investigação. Por isso, este estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: **o que explica a tendência do investidor em vender ações vencedoras e manter ações perdedoras, segundo os estudos sobre efeito disposição?**

Uma vez que não parece existir consenso entre os estudiosos sobre o que explica o efeito disposição (Hens & Vlcek, 2011) torna-se relevante avaliar em que direção os achados mais recentes apontam. O objetivo desse estudo é buscar compreender as contraposições trazidas pelos autores que discutem o efeito disposição e o comportamento dos investidores no mercado de ações no período de 2010 a 2014, complementando o estudo de Lucchesi (2010), que fez levantamento dos estudos relevantes sobre o efeito disposição de 1985 a 2009.

Para tal, é feita análise dos achados de artigos publicados nos periódicos de finanças e contabilidade internacionais, que realizaram pesquisas empíricas sobre o efeito disposição. A análise desses achados é apresentada por meio de tabelas com os resultados dos estudos e rede científica que relaciona os pesquisadores, a metodologia de suas pesquisas e as evidências

empíricas de seus estudos. Essa classificação permitirá relacionar os achados e contribuir para *insights* de pesquisas sobre o efeito disposição e os intrigantes aspectos relacionados com o comportamento do investidor que ainda deixam questões sem respostas na literatura.

## 2. PLATAFORMA TEÓRICA

### 2.1 Teoria do prospecto

A teoria do prospecto derivou de estudos realizados por Kahneman e Tversky (1979) envolvendo escolhas em condições de risco. Por meio de diversos experimentos, nos quais os participantes tinham que fazer escolhas entre ganhos e perdas mais ou menos certas, os pesquisadores perceberam haver um comportamento adverso das pessoas quando estão diante de opções de mais risco de ganhos e de perdas.

Henderson (2012) destaca que na teoria do prospecto o conceito de utilidade é definido sobre ganhos e perdas a partir de um ponto de referência ao invés do nível de riqueza final, conforme ideia proposta por Markowitz (1952). Com isso, a função utilidade derivada da teoria do prospecto exibe concavidade para o domínio dos ganhos e convexidade no domínio das perdas (Kahneman, 2012).

Segundo Ferreira (2008), a teoria do prospecto mostra que as pessoas no contexto das perdas buscam mais risco, enquanto que em momentos de ganhos elas preferem obter um lucro menor, certo, a buscar arriscar ganhar mais, de modo incerto. A isso, Kahneman e Tversky (1979) denominam “efeito certeza” (*certainty effect*). A teoria do prospecto aponta ainda o efeito isolamento (*isolation effect*), que faz com que as pessoas façam escolhas inconsistentes quando as mesmas opções são apresentadas de maneira diferente.

A Tabela 1 apresenta alguns dos problemas de escolha de prospectos utilizados por Kahneman e Tversky (1979) em seus experimentos. Cada problema expunha aos participantes duas opções de escolha. A interpretação de cada problema era sempre do tipo “escolha entre”. Para o Problema 1, por exemplo, a escolha era entre “4.000 com probabilidade de 80% ou 3.000 com certeza”. As escolhas prevalentes estão identificadas pelo asterisco.

**Tabela 1:**

Preferências entre prospectos positivos e negativos da pesquisa de Kahneman e Tversky (1979).

| Prospectos positivos |                        |                           | Prospectos negativos |                          |                           |
|----------------------|------------------------|---------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------------|
| Problema 1:          | (4.000, 0.80)<br>[20]  | > (3.000, 1.00)<br>[80]*  | Problema 1:          | (-4.000, 0.80)<br>[92]*  | < (-3.000, 1.00)<br>[8]   |
| Problema 2:          | (4.000, 0.20)<br>[65]* | > (3.000, 0.25)<br>[35]   | Problema 2:          | (-4.000, .20)<br>[42]    | < (-3.000, .25)<br>[58]*  |
| Problema 3:          | (3.000, 0.90)<br>[86]* | > (6.000, 0.45)<br>[14]   | Problema 3:          | (-3.000, 0.90)<br>[8]    | < (-6.000, 0,45)<br>[92]* |
| Problema 4:          | (3.000, 0.002)<br>[27] | < (6.000, 0.001)<br>[73]* | Problema 4:          | (-3.000, 0.002)<br>[70]* | > (-6.000, 0.001)<br>[30] |

Fonte: Adaptado de Kahneman e Tversky (1979).

A interpretação que se pode fazer dos resultados apresentados pela Tabela 1 é que as pessoas têm comportamento adverso frente a escolhas que apresentam maior ou menor chance de ganho ou perda. Para Ferreira (2008, p.171) “em contextos de ganho, o efeito certeza

contribui para uma preferência com aversão a risco em relação a um ganho certo, quando comparado a um ganho maior que seja meramente provável”.

A teoria do prospecto identifica três características cognitivas que a sustentam: a avaliação é relativa a um ponto de referência neutro, que é tipicamente considerado como *status quo* ou o resultado que se espera em uma decisão; o princípio de sensibilidade subjetiva decrescente entre valores e; o princípio da aversão à perda, uma das mais relevantes no contexto dos investimentos (Thaler, 2008).

A aversão à perda e o ponto de referência do valor investido fazem com que muitos investidores fiquem relutantes em realizar perdas em suas aplicações (Shefrin & Statman, 1985). Esse fenômeno ficou conhecido como efeito disposição (*disposition effect*) e representa a observação de que os investidores desproporcionalmente vendem ativos vencedores e mantêm aqueles com perdas (Henderson, 2012).

## 2.2 Efeito disposição

Terrance Odean desenvolveu diversos estudos sobre comportamento do investidor no mercado financeiro, alguns deles ao lado de seu colega Brad Barber. Em seus estudos, cabe destaque aqueles referentes a decisões de investimento no mercado financeiro, tais como aqueles com objetivo de avaliar o comportamento dos investidores frente a decisões de compras e vendas de ações (Odean, 1998), excesso de operações no mercado financeiro (Barber & Odean, 2000) e diferença de gênero em decisões de investimentos (Barber & Odean, 2001).

Sobre o efeito disposição, o estudo de Odean (1998) é considerado uma referência das mais relevantes (Lucchesi, 2010), uma vez que o pesquisador teve a oportunidade de avaliar o resultado de mais de 160.000 operações de centenas de contas de investidores de uma corretora de valores. O teste realizado pelo autor, denominado de teste de diferença de proporção, se baseou nos seguintes cálculos:

$$\text{Proportion of Gains Realized (PGR)} = \frac{\text{Realized Gains}}{\text{Realized Gains} + \text{Paper Gains}}$$

$$\text{Proportion of Losses Realized (PLR)} = \frac{\text{Realized Losses}}{\text{Realized Losses} + \text{Paper Losses}}$$

Uma grande diferença na proporção de ganhos realizados (PGR) e a proporção de perdas realizadas (PLR) indica que investidores são mais dispostos a realizar ganhos do que perdas, de acordo com a prevalência da maior proporção (Odean, 1998). Esse método de diferença de proporção é um dos mais utilizados em estudos sobre o efeito disposição, como demonstra levantamento feito por Lucchesi (2010, p.65).

A partir dessa proposição, os resultados apurados por Odean (1998) apontaram para a existência do efeito disposição, sendo os investidores propensos a vender ações vencedoras (*winners*) ou com ganhos (*gains*) e manter as perdedoras (*losers*) ou com perdas (*losses*). A exceção foi verificada no mês de dezembro, em que ocorre a venda de ações perdedoras, em virtude do ajuste de posição para fins de benefício tributário (*tax loss selling*).

O efeito disposição tem em suas bases os fundamentos da teoria do prospecto, considerando o padrão de escolha apresentado pelos investidores quando estão diante de decisões que envolvem ganhos e perdas (Shefrin & Statman, 1985; Odean, 1998). Segundo Thaler (2008), que apresentou demonstrações disso por meio da identificação da aversão à perda em apostas, as pessoas odeiam perder.

Para Thaler (2008), a aversão à perda ajuda a produzir inércia, fazendo com que as pessoas desejem fortemente que as coisas permaneçam como estão. Esse desejo gera um comportamento adverso, chamado viés do *status quo*. Samuelson e Zeckhauser (1988) destacam que, em situações reais, frente a problemas que precisam de soluções efetivas, as pessoas consideram a opção do *status quo*, considerando simplesmente “fazer nada” como opção viável e muitas vezes preferível.

No contexto do efeito disposição, o viés do *status quo* aparece no momento em que as pessoas decidem não vender (ou seja, “fazer nada”) suas ações perdedoras, acreditando que em algum momento no futuro os preços irão retornar ao ponto de referência que elas guardam como resultado de uma contabilidade mental (Thaler & Sunstein, 2008).

Sobre a contabilidade mental, Thaler e Sunstein (2008) asseveram se tratar de um sistema de controle interno utilizado pelos indivíduos para avaliar, regular e realizar seus processos pessoais. Os tomadores de decisões se valeriam dela para fins de configuração de seus pontos de referência para os valores que determinam ganhos e perdas (Grinblatt & Han, 2004). Relacionando os fundamentos da teoria do prospecto sobre ganhos e perdas com a contabilidade mental, os pesquisadores destacam que os tomadores de decisões, muitas vezes, deixam de considerar as interações existentes entre as diversas apostas ou investimentos, podendo elevar as chances de ocorrência do efeito disposição.

Emana da contabilidade mental um viés cognitivo, denominado efeito dotação (*endowment effect*), que diz respeito à tendência que as pessoas têm de supervalorizar aquilo que elas têm, especialmente quando a posse se refere a bens que se tem com o objetivo de uso e não de troca, conforme experimentos realizados por Kahneman, Knetsch e Thaler (1990). Os pesquisadores realizaram estudo envolvendo trocas e notaram que quando os produtos em posse eram vistos como um meio para a obtenção de algo mais valioso, a abertura à negociação era mais franca do que quando a posse era de produtos com objetivo de uso final.

O efeito disposição apresenta interfaces com vários vieses cognitivos e comportamentos adversos assumidos pelos tomadores de decisão em investimentos. Isso faz com que os pesquisadores apresentem discussões divergentes para explicar os achados empíricos de seus estudos sobre o efeito disposição, tais como rebalanceamento de portfólio, crença na reversão à média, operação realizada com base em informação privada, operações motivadas por questões tributárias ou por custos de transação (Henderson, 2012).

Em função dessas divergências, Henderson (2012) destaca ainda que muitos autores têm encontrado dificuldade de prever se os achados realmente correspondem ao efeito disposição. Por outro lado, destaca o pesquisador, existem aqueles que encontram **forte** (grifo original) efeito disposição, com identificação de investidores que vendem ações com ganhos e relutam voluntariamente em vender as perdedoras (Henderson, 2012, p 4).

Talpsepp, Vleck e Wang (2014) destacam que a identificação do efeito disposição tem sido observada em diversos mercados, citando os trabalhos de Odean (1998) nos Estados Unidos, Feng e Seasholes (2005) na China e Grinblatt e Keloharju (2001) na Finlândia. No contexto brasileiro, destacam-se os trabalhos de Costa Junior, Mineto e Silva (2008), que identificaram o efeito disposição por meio de estratégias metodológicas experimentais. Os pesquisadores consideram a existência de ilusão cognitiva, viés oriundo da aversão à perda e expectativa de reversão à média como potenciais fatores explicativos do efeito disposição.

Lucchesi (2010), além dos seus próprios achados, fez um levantamento sobre os estudos empíricos realizados sobre o efeito disposição desde a pesquisa seminal de Shefrin e Statman (1985) até Barberis e Xiong (2009). Ou seja, o pesquisador realizou um levantamento dos estudos mais relevantes sobre o efeito disposição de 1985 até 2009, totalizando vinte e três

trabalhos, com vistas a “harmonizar os vários pontos de vista, a fim de oferecer uma visão panorâmica do estado da questão” (Lucchesi, 2010, p.49-50).

O resumo das análises feitas por Lucchesi (2010) está sintetizado na Tabela 2, a qual informa o tipo de dados e metodologia utilizados pelos pesquisadores.

**Tabela 2:**

Estudos e fonte dos dados das pesquisas sobre efeito disposição de 1985-2009

| <b>Estudo</b>                   | <b>Dados utilizados</b>  |
|---------------------------------|--|
| Shefrin e Statman (1985)        | Transações diárias realizadas por investidores individuais e transações mensais realizadas por fundos mútuos |
| Lakonishok e Smidt (1986)       | Preços e volumes mensais de um conjunto de ações negociadas na NYSE e AMEX                                   |
| Ferris, Haugen e Makhija (1988) | Preços e volumes diários de um conjunto de ações negociadas na NYSE e AMEX                                   |
| Odean (1998)                    | Transações diárias realizadas por clientes de uma corretora americana  |
| Weber e Camerer (1998)          | Dados experimentais  |
| Grinblatt e Keloharju (2000)    | Transações diárias realizadas por diferentes classes de investidores   |
| Boebel e Taylor (2000)          | Transações diárias realizadas por clientes de uma corretora neozelandesa                                     |
| Locke e Mann (2000)             | Transações intra-diárias realizadas por operadores profissionais de contratos futuros                        |
| Ranguelova (2001)               | Transações diárias realizadas por clientes de uma corretora americana  |
| Shapira e Venezia (2001)        | Transações diárias realizadas por clientes de uma corretora israelense                                       |
| Genesove e Mayer (2001)         | Preços de residências na cidade de Boston  |
| Grinblatt e Han (2002)          | Retornos semanais de todas as ações ordinárias negociadas na NYSE e AMEX                                     |
| Dhar e Zhu (2002)               | Transações diárias realizadas por clientes de uma corretora americana  |
| Macedo Jr. (2003)               | Dados experimentais  |
| Karsten (2005)                  | Transações diárias realizadas por diferentes classes de investidores na Bovespa                              |
| Mineto (2005)                   | Dados experimentais  |
| Pereira (2005)                  | Transações mensais realizadas por fundos de ações  |
| Arruda (2006)                   | Dados experimentais  |
| Brown et al. (2006)             | Dados relativos a subscrição de ofertas públicas na Bolsa de Valores da Austrália                            |
| Frazzini (2006)                 | Dados trimestrais das composições das carteiras de fundos mútuos   |
| Barber et al. (2007)            | Transações diárias realizadas por diferentes classes de investidores na Bolsa de Taiwan                      |
| Tizziani (2008)                 | Transações mensais realizadas por fundos de ações  |
| Barberis e Xiong (2009)         | Dados simulados  |

**Fonte:** Lucchesi (2010, p.65).

Para chegar ao conteúdo exposto na Tabela 2, Lucchesi (2010) analisou cada um dos trabalhos referenciados, especialmente no que se refere aos critérios metodológicos e base de dados, que renderam o conteúdo em questão, bem como os achados de cada estudo. Apesar das discussões feitas sobre os trabalhos, não é apresentado um quadro dos achados, nem uma eventual prevalência explicativa acerca do efeito disposição.

De toda forma, a relevância do levantamento feito por Lucchesi (2010) é tal que merece que uma continuação seja feita, verificando o que poderia ter surgido de novas evidências ou

comprovações empíricas que expressem explicações sobre o efeito disposição. Por isso, o presente estudo verifica a produção científica sobre o efeito disposição a partir de 2010, por meio dos procedimentos metodológicos expostos a seguir.

### **3. METODOLOGIA**

O presente estudo, com vistas a atingir o objetivo proposto, vale-se em uma metodologia analítica de estudos empíricos sobre o tema efeito disposição ao longo do período de 2010 a 2014. Esse período foi selecionado intencionalmente, com o objetivo de verificar que eventuais contribuições ou achados relevantes foram identificados neste intervalo temporal, que contribuem com os achados apresentados pelos estudos compilados por Lucchesi (2010), que discutiu os trabalhos produzidos desde Shefrin e Statman (1985) até 2009.

A base para o desenvolvimento desse estudo se dá a partir de um estudo bibliográfico, considerado por Martins e Theóphilo (2009) como uma estratégia que busca explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas em diversos meios. Neste caso, a fonte de pesquisa foram os artigos publicados nos diversos periódicos de pesquisa internacional indexados aos portais *ProQuest Databases* e ao *Google Scholar*, que indexam em suas bases os principais periódicos acadêmicos.

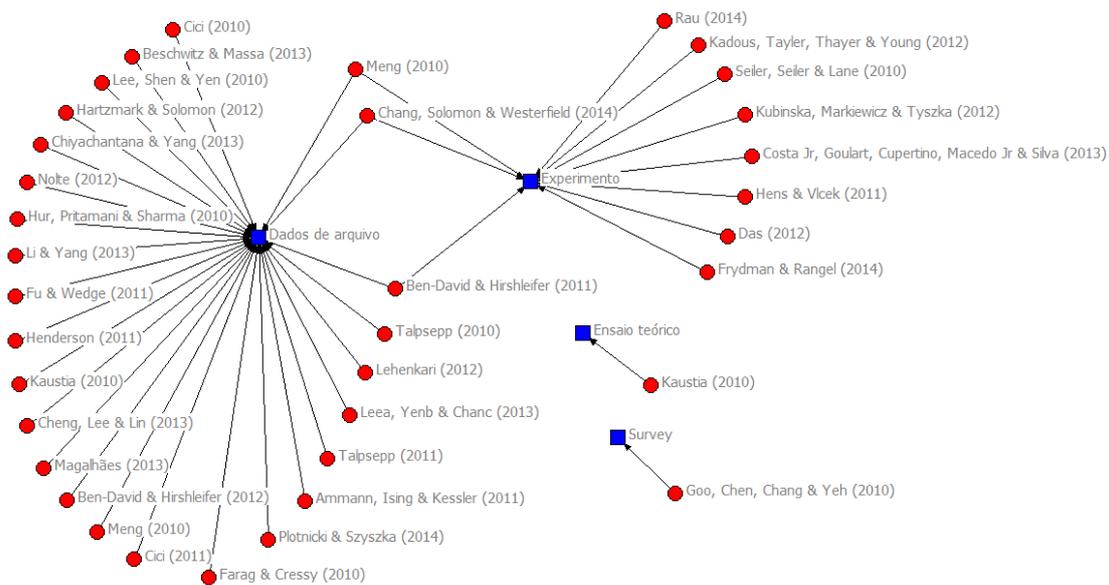
O critério de seleção se deu pelo período da publicação, pela busca do termo “*disposition effect*” (efeito disposição) no título do trabalho, e o mesmo ter recebido ao uma citação, de modo a expressar alguma relevância no meio acadêmico. Não foram considerados trabalhos que eventualmente atendessem aos critérios de filtragem da pesquisa, mas que não se voltassem para o efeito disposição no âmbito das finanças ou mercado financeiro. Com base nesses critérios, foi possível identificar trinta e seis artigos.

A partir dessa seleção, foi realizada análise dos critérios metodológicos, do país no qual os estudos foram realizados e os achados que cada trabalho apresenta, além de suas fontes de dados empíricos. A partir daí foi construída uma rede científica, com uso do aplicativo Unicet, para melhor expor o relacionamento entre os estudos, além de tabelas sintéticas que compilam os achados. Tais resultados são expostos e discutidos na seção seguinte.

### **4. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Do compêndio apresentado por Lucchesi (2010), nota-se que a maior parte dos estudos centra-se no estudo das bases de dados de corretoras e fundos, que apresentam as transações realizadas pelos investidores ao longo de determinado intervalo de tempo. Essa fonte de dados ainda prevalece nos estudos realizados desde 2010, conforme expressa a rede científica apresentada na Figura 1. De todo modo, é relevante o número de trabalhos que se vale de estratégias experimentais.

O acesso que muitos pesquisados têm a base de dados de corretoras permite aos mesmos realizar estudos a partir das operações reais realizadas pelos investidores. Estratégias como essas foram adotadas pela maioria dos pesquisadores no período 2010 a 2014, conforme pode ser verificado na Figura 1. Em virtude de, muitas vezes, esses dados não permitirem leituras mais objetivas das evidências, há aqueles pesquisadores que optam por realizar seus estudos por meio de estratégias experimentais. Em comparação com o que é apresentado por Lucchesi (2010), há um crescimento do uso de estratégias experimentais nos estudos sobre o efeito disposição nos últimos anos.



**Figura 1:**  
Rede científica das estratégias metodológicas dos estudos sobre o efeito disposição no período 2010-2014.  
**Fonte:** Elaboração própria.

Há ainda pesquisadores que combinam as duas estratégias, valendo-se tanto de estudos de bases de dados de corretoras ou de operações realizadas por fundos de investimentos, como também de experimentos (Meng, 2010; Chang, Solomon & Westerfield, 2014; Ben-David & Hirshleifer, 2011). Com isso, é possível realizar mais testes com os dados e realizar a validação dos achados, por meio de cruzamentos dos resultados.

Interessante notar que a prática de coleta de dados por meio de questionários não é comum, tendo sido realizado apenas um trabalho com uso da estratégia do levantamento (*survey*), por Goo, Chen, Chang & Yeh (2010). A prática de experimentos ou coleta de dados históricos de operações reais se mostram mais comuns em estudos dessa natureza, uma vez que os pesquisadores desejam o que Martins e Theóphilo (2009, p.56) destacam, qual seja a obtenção de “conhecimentos através de rigorosa verificação e garantia de resultados cientificamente comprovados”.

Os procedimentos metodológicos para o tratamento dos dados se distribuem em utilização de modelos de regressão, regressão logística, diferenças de probabilidades e, especialmente, diferença de médias e proporções, como originalmente utilizada por Shefrin e Statman (1985).

**Tabela 3:**  
Procedimentos metodológicos dos estudos entre 1985-2009 e 2010-2014

| Estudos 1985 – 2009   | Procedimentos metodológicos  | Estudos 2010 - 2014   |
|---|--|---|
| Shefrin e Statman (1985); Weber e Camerer (1998)  | Teste de diferença entre proporções e teste de diferença de médias |   |
| Lakonishok e Smidt (1986); Ferris, Haugen e Makhija (1988); Genesove e Mayer (2001); Grinblatt e Han (2002); Barber et al. (2007) | Regressão linear em corte transversal                              | Chang, Solomon & Westerfield (2014); Leea, Yenb & Chanc (2013); Farag & Cressy (2010); Seiler, Seiler & Lane (2010); Chiyachantana & Yang (2013); Lee, Shen & Yen (2010). |

## Contabilidade e Controladoria no Século XXI

|   |   |  |
|---|---|--|
| Odean (1998); Boebel e Taylor (2000); Rangelova (2001); Dhar e Zhu (2002); Macedo Jr. (2003); Karsten (2005); Barberis e Xiong (2009); Mineto (2005); Pereira (2005); Arruda (2006); Brown et al. (2006); Frazzini (2006) | Teste de diferença entre proporções             | Rau (2014); Fu & Wedge (2011); Talpsepp (2010); Cheng, Lee & Lin (2013); Magalhães (2013); Cici (2011); Talpsepp (2011); Das (2012); Ammann, Ising & Kessler (2011); Frydman & Rangel (2014); Kadous, Tayler, Thayer & Young (2012); Hur, Pritamani & Sharma (2010); Costa Jr, Goulart, Cupertino, Macedo Jr & Silva (2013); Cici (2010) |
| Grinblatt e Keloharju (2000)  | Teste do sinal baseado na distribuição binomial |  |
| Locke e Mann (2000); Shapira e Venezia (2001);  | Teste de diferença de médias                    | Goo, Chen, Chang & Yeh (2010); Beschwitz & Massa (2013)  |
|   | Estudo de eventos                               | Plotnicki & Szyszka (2014)   |
|   | Regressão logística                             | Ben-David & Hirshleifer (2012); Lehenkari (2012); Ben-David & Hirshleifer (2011); Kaustia (2010)   |
|   | Equação não-linear                              | Hens & Vlcek (2011); Hartzmark & Solomon (2012)  |
|   | Revisão da literatura                           | Kaustia (2010)   |
|   | Proposta de modelo                              | Meng (2010); Henderson (2012); Li & Yang (2013); Meng (2010)   |
|   | Regressão com dados em painel                   | Nolte (2012)   |

**Fonte:** Elaboração própria a partir de Lucchesi (2010) e dados da pesquisa.

O teste de diferença de proporções foi originalmente utilizado por Shefrin e Statman (1985) em sua pesquisa seminal sobre o efeito disposição. A partir do trabalho de Odean (1998), que prima pela larga amostra de dados utilizados, esse método estatístico passou a ser mais amplamente utilizado pelos pesquisadores, sendo o método mais utilizado, seja de maneira isolada ou combinado com outros testes, como exposto na Tabela 3.

Apesar do sucesso do teste de diferença de proporções, outros métodos foram propostos por pesquisadores que buscavam compreender o comportamento dos investidores em relação à prática do efeito disposição. Desse modo, a partir de 2010 os pesquisadores não apenas se valeram de outras técnicas estatísticas (Ben-David & Hirshleifer, 2011; 2012; Hartzmark & Solomon, 2012; Hens & Vlcek, 2011; Kaustia, 2010; Lehenkari, 2012; Nolte, 2012; Plotnicki & Szyszka, 2014), como chegaram até mesmo a propor outros modelos analíticos (Henderson, 2012; Li & Yang, 2013; Meng, 2010). Todo esse esforço em busca de compreender o efeito disposição no âmbito das decisões individuais dos investidores, como também de gestores de fundos mútuos e até mesmo no mercado futuro e de imóveis.

A constatação a que se chega ao analisar os achados de todos esses estudos é que o efeito disposição é um evento recorrente no contexto decisório dos investidores, mas que a sua compreensão não é tão simples e objetiva quanto o seu conceito. A Tabela 4 a seguir apresenta a síntese dos achados dos estudos realizados entre 2010 e 2014.

**Tabela 4:**

Síntese dos achados dos trabalhos sobre o efeito disposição no período 2010-2014.

| Trabalho         | Síntese dos achados  |
|------------------|--|
| Talpsepp (2010)  | Identificada diferença de gênero em relação ao efeito disposição. Pessoas mais velhas e mulheres apresentam retorno melhor em seus portfólios. |
| Goo, Chen, Chang | Diferença de comportamento em mercados <i>Bull</i> e <i>Bear</i> . Apenas 26% dos investidores   |

|                                |  |
|--------------------------------|--|
| & Yeh (2010)                   | obtem pequenos ganhos em mercado <i>Bull</i> ; maior nível de educação reduz o efeito disposição; o status de ganhos e perdas influencia o efeito disposição; grupos perdedores são mais fortemente afetados pelo efeito disposição; a evitação ao arrependimento, busca por maximização dos lucros e orgulho são fatores que explicam a exposição ao efeito disposição. |
| Farag & Cressy (2010)          | O efeito disposição foi identificado para venda de vencedoras e compra de perdedoras, mas fatores específicos a cada companhia explicam mais do comportamento dos preços do que o efeito disposição.   |
| Kaustia (2010)                 | O efeito disposição varia de acordo com o perfil do investidor, sendo que não há uma explicação completa de suas causas, mas aspectos psicológicos dos investidores são parte importante da explicação. Além disso, investidores podem aprender a evitar o efeito disposição.  |
| Hur, Pritamani & Sharma (2010) | Diferentes estratégias utilizando o indicador <i>momentum</i> podem reduzir o efeito disposição.   |
| Meng (2010)                    | O ponto de referência adotado pelos investidores pode influenciar o efeito disposição. É apresentada proposta de modelo que considera novas variáveis, àquelas mais utilizadas.  |
| Seiler, Seiler & Lane (2010)   | Identificação dos vieses oriundos da contabilidade mental para negociação de imóveis por parte de investidores, a partir de pontos de referência falsos, apontando para tendência ao efeito disposição.  |
| Kaustia (2010)                 | A teoria do prospecto não é suficiente para explicar o efeito disposição. Dados de operações mostram que a tendência a vender ações tem uma alta forte perto do retorno zero e segue constante ao longo de um grande intervalo de perdas, voltando a aumentar em um grande intervalo de ganhos (diferente da proposição da teoria do prospecto).                         |
| Cici (2010)                    | Em média, fundos mútuos preferem realizar perdas de capital mais a ganhos. Outra porção da amostra, composta de fundos mútuos, exibe o efeito disposição, quando esses fundos não são geridos por gestores com experiência em gestão de portfólios.  |
| Meng (2010)                    | O efeito disposição se manifesta por meio da aversão a perda, quando o ponto de referência é definido pela riqueza esperada e não quando o ponto de referência é definido pela riqueza inicial. Quando os investidores não atualizam os seus pontos de referência, o efeito disposição se manifesta mais frequentemente.   |
| Lee, Shen & Yen (2010)         | A tendência a apresentar o efeito disposição nos fundos mútuos depende de fatores associados ao contexto de mercado.   |
| Fu & Wedge (2011)              | Fundos mútuos com proprietários gestores exigem menor grau de efeito disposição do que os não têm proprietários como gestores.   |
| Cici (2011)                    | Fundos mútuos geridos por gestores experientes exibem menor efeito disposição, afetando o desempenho dos fundos.   |
| Talpsepp (2011)                | Investidores estrangeiros, quando comparados a investidores locais, apresentam tendência ao efeito disposição "reverso" (vender perdedoras com mais frequência). Experiência e sofisticação do investidor parecem reduzir o efeito disposição.   |
| Hens & Vlcek (2011)            | O efeito disposição não pode ser plenamente explicado pela teoria do prospecto, uma vez que não há uma referência de investimento anterior para explicar o efeito disposição, como sugere a teoria do prospecto.   |
| Ammann, Ising & Kessler (2011) | Forte evidência de efeito disposição em fundos mútuos, com forte correlação entre efeito disposição em fundos mútuos e mudanças no ambiente macroeconômico. Os gestores menos propensos ao efeito disposição investem grandes volumes em grandes companhias.   |
| Ben-David & Hirshleifer (2011) | O efeito disposição não é o fator preponderante no processo de decisão de negociação. O movimento especulativo pode explicar parte dos aspectos motivacionais às decisões, que levam ao efeito disposição reverso.   |
| Henderson (2011)               | O investidor desiste do ativo e realiza prejuízo, quando o ativo exibe índice de Sharpe suficientemente baixo.   |
| Ben-David & Hirshleifer (2012) | Não há uma explicação simples e direta do efeito disposição, sendo este explicado pelas crenças do investidor e a mudança de suas preferências.  |
| Lehenkari (2012)               | O efeito disposição se manifesta quando o investidor é pessoalmente responsável pelas decisões em relação ao portfólio, sendo potencialmente explicado pela "escalada do comprometimento".   |
| Das (2012)                     | Negociação mais frequente não reduz o efeito disposição; disciplina nas negociações de   |

|  |   |
|--|---|
|  | ações, que incluem tardar a venda de ações vencedoras, reduzem as perdas atribuídas ao efeito disposição.   |
| Kadous, Tayler, Thayer & Young (2012)                  | Influencia comportamental afeta o efeito disposição. Investidores com baixo "amor-próprio" mantêm investimentos perdedores por mais tempo (maior efeito disposição).  |
| Kubińska, Markiewicz & Tyszka (2012)                   | Investidores que utilizam o indicador <i>momentum</i> como estratégia estão menos sujeitos ao efeito disposição do que os demais investidores.  |
| Hartzmark & Solomon (2012)                             | Má formação de preços e expectativa de reversão à média levam os investidores a exibirem o efeito disposição.   |
| Nolte (2012)   | A presença do efeito disposição é influenciada por diversos aspectos relacionados à estratégia do investidor. Para pequenos lucros ou perdas, o efeito disposição é invertido. O efeito disposição invertido aparece para investidores pacientes e cautelosos que se valem de ordens programadas ( <i>stop loss</i> e <i>stop gain</i> ). O efeito disposição normal aparece em investidores impacientes que realizam operações ativas no mercado. Grandes investidores manifestam menos efeito disposição do que os pequenos investidores. |
| Cheng, Lee & Lin (2013)                                | Mulheres e homens maduros apresentam mais efeito disposição e o mercado "Bear" apresenta maior efeito disposição.   |
| Magalhães (2013)                                       | Existência de efeito disposição mais em mercados "Bull" do que "Bear" em fundos de ações portugueses.   |
| Leea, Yenb & Chanc (2013)                              | Os investidores de fundos mútuos resgatam suas cotas com mais frequência em mercados "Bear" do que em mercados "Bull". O efeito disposição aparece de acordo com o comportamento do mercado, mas não de forma homogênea.  |
| Costa Jr, Goulart, Cupertino, Macedo Jr & Silva (2013) | Investidores mais experientes exibem menos efeito disposição quando comparados aos investidores inexperientes.  |
| Li & Yang (2013)                                       | Proposta de modelo matemático com uso de métricas referentes a preço <i>momentum</i> , retorno, volatilidade, modelo busca entender critérios associados a preço de ativos e efeito disposição.   |
| Chiyachantana & Yang (2013)                            | Importância do ponto de referência mostra que a inabilidade dos investidores em definir preços de referência gera efeito disposição. Expectativas negativas em relação a resultados futuros aumentam a chance de realização de perdas.  |
| Beschwitz & Massa (2013)                               | Análise do efeito disposição em posições vendidas ( <i>short</i> ). Os vendedores apresentam tendência a cometer vieses comportamentais, devido a preconceitos em relação à formação dos preços do mercado (não fazem simplesmente arbitragem de preços).   |
| Rau (2014)   | O estudo envolvendo diferença de gênero mostra que as mulheres são mais avessas a risco e menos propensas a realizar perdas do que os homens.   |
| Plotnicki & Szyszka (2014)                             | Existência de efeito disposição por parte dos gestores na decisão de realizar IPO (abertura de capital). Eles entram mais rápido quando o mercado está em alta e obtém retornos menores.  |
| Chang, Solomon & Westerfield (2014)                    | Existência de efeito disposição apenas para ativos com gestão não delegada (ações individuais), não para fundos (ativos delegados).   |
| Frydman & Rangel (2014)                                | As pessoas tendem a apresentar maior efeito disposição quando referências de preços de compras são apresentadas a elas. Seria possível reduzir o efeito disposição se a informação (saliência) sobre os preços de compra fossem omitidas nos relatórios financeiros.  |

**Fonte:** Elaboração própria.

A síntese apresentada na Tabela 4 deixa claro que o efeito disposição tem muitas faces e suas explicações estão longe de serem conclusivas. Por outro lado, aquela apresentada por Lucchesi (2010) já apontava para tal fato, sendo que o próprio pesquisador já destacava a controvérsia em relação ao efeito disposição. Em seus próprios achados, Lucchesi (2010) conseguiu, por meio de estudos de regressão logística, identificar a presença do efeito disposição em fundos de investimentos brasileiros, mas não conseguiu sustentar a explicação da reversão à média tão comumente difundida.

Enfim, a controvérsia em relação ao efeito disposição está em ao menos dois pontos: o que explica a sua existência; e o fato de não haver dúvida quanto à sua existência. Porém, ao que tudo indica, a crença de que o investidor que realiza lucros muito antes das perdas é simplesmente fruto do efeito disposição parece não se sustentar ou carecer de mais estudos.

### **CONCLUSÃO**

O efeito disposição é um fenômeno que se configura pela tendência que as pessoas têm de realizar ganhos mais cedo do que as perdas. Esse comportamento não se sustenta nos fundamentos considerados racionais da teoria econômica, comprometendo a maximização de ganhos por parte dos investidores. Desde os estudos seminais oriundos da teoria do prospecto, várias pesquisas foram realizadas sobre o efeito disposição e suas variantes, seja no mercado financeiro, no mercado imobiliário, nas decisões de investidores individuais ou por gestores de fundos mútuos.

Frente à controvérsia em relação ao entendimento e validação do efeito disposição, o presente estudo buscou analisar a produção científica realizada sobre o tema desde 2010. Por meio de um levantamento bibliográfico e metodologia empírico-analítica foi possível identificar que se trata de um tema muito recorrente na literatura recente sobre decisões de investimento, cujos achados estão longe de serem conclusivos.

O efeito disposição apresenta-se como um assunto com múltiplas faces e oportunidades de estudos, uma vez que as explicações obtidas pelas pesquisas científicas realizados no período analisado apontam para diferentes horizontes, mostrando que ainda há muito que se investigar sobre o comportamento do investidor. Não há de se assumir uma visão linear sobre a tendência à realização de ganhos e perdas por parte dos indivíduos. O que se pode afirmar, no entanto, é que a experiência do investidor e o seu nível educacional parecem ser fatores que podem mitigar, ainda que parcialmente, a existência do efeito disposição.

O que isso pode representar para o futuro deve ser motivo de mais pesquisas, de modo a responder questões que derivam dos achados apresentados pelos trabalhos investigados na presente pesquisa. Resguardadas as naturais limitações que um estudo desta natureza traz consigo, este há de ser um trabalho que poderá servir como ponto de partida para pesquisadores que queiram dar continuidade às investigações sobre o efeito disposição. Uma vez que aqui, ficam muito mais questionamentos do que respostas, como é típico da própria ciência.

### **Referências**

- Ammann, M., Ising, A., & Kessler, S. (2011). Disposition effect and mutual fund performance. *Applied Financial Economics*, 22(1), 1-19.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Ben-David, I., & Hirshleifer, D. (2011). Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2485-2532.
- Ben-David, I., & Hirshleifer, D. (2012). Beyond the disposition effect: Do investors really like realizing gains more than losses. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2485-2532.

- Beschwitz, B., & Massa, M. (2013). Biased shorts: Stock market implications of short sellers' disposition effect. *Available at SSRN 2348583*.
- Chang, T., Solomon, D. H., & Westerfield, M. M. (2014). Looking for someone to blame: Delegation, cognitive dissonance, and the disposition effect. *Cognitive Dissonance, and the Disposition Effect (October 1, 2014)*.
- Cheng, T. Y., Lee, C. I., & Lin, C. H. (2013). An examination of the relationship between the disposition effect and gender, age, the traded security, and bull–bear market conditions. *Journal of Empirical Finance, 21*, 195-213.
- Chiyachantana, C. N., & Yang, Z. (2013). *Reference Point Adaptation and Disposition Effect*. <<http://ink.library.smu.edu.sg>> Acesso em: fev 12, 2015.
- Cici, G. (2010). The relation of the disposition effect to mutual fund trades and performance. *Available at SSRN 645841*.
- Cici, G. (2012). The prevalence of the disposition effect in mutual funds' trades. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47*(04), 795-820.
- Costa Jr, N., Goulart, M., Cupertino, C., Macedo, J., & Da Silva, S. (2013). The disposition effect and investor experience. *Journal of Banking & Finance, 37*(5), 1669-1675.
- Costa Jr, N., Mineto, C., & Silva, S. (2008). Disposition effect and gender. *Applied Economics Letters, 15*(6), 411-416.
- Das, A. (2012). Estimating the loss from the disposition effect: A simulation study. *Journal of Behavioral Finance, 13*(1), 1-10.
- DeWeaver, M. A., & Shannon, R. (2010). Waning vigilance and the disposition effect: Evidence from Thailand on individual investor decision making. *The Journal of Socio-Economics, 39*(1), 18-23.
- Farag, H., & Cressy, R. (2010). Do unobservable factors explain the disposition effect in emerging stock markets? *Applied Financial Economics, 20*(15), 1173-1183.
- Ferreira, V. R. M. (2008). *Psicologia Econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Elsevier, Rio de Janeiro.
- Frydman, C., & Rangel, A. (2014). Debiasing the disposition effect by reducing the saliency of information about a stock's purchase price. *Journal of Economic Behavior & Organization, 107*, 541-552.
- Fu, R., & Wedge, L. (2011). Managerial ownership and the disposition effect. *Journal of Banking & Finance, 35*(9), 2407-2417.
- Goo, Y. J., Chen, D. H., Chang, S. H. S., & Yeh, C. F. (2010). A study of the disposition effect for individual investors in the Taiwan stock market. *Emerging Markets Finance and Trade, 46*(1), 108-119.
- Grinblatt, M., & Han, B. (2004). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics, 78*(2), 311-339.
- Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2012). Efficiency and the disposition effect in NFL prediction markets. *The Quarterly Journal of Finance, 2*(03).

- Henderson, V. (2012). Prospect theory, liquidation, and the disposition effect. *Management Science*, 58(2), 445-460.
- Hens, T., & Vlcek, M. (2011). Does prospect theory explain the disposition effect?. *Journal of Behavioral Finance*, 12(3), 141-157.
- Hur, J., Pritamani, M., & Sharma, V. (2010). Momentum and the disposition effect: the role of individual investors. *Financial Management*, 39(3), 1155-1176.
- Kadous, K., Tayler, W. B., Thayer, J. M., & Young, D. (2014). Individual Characteristics and the Disposition Effect: The Opposing Effects of Confidence and Self-Regard. *Journal of Behavioral Finance*, 15(3), 235-250.
- Kahneman, D. (2012). *Rápido e devagar: Duas formas de pensar*. Objetiva, São Paulo.
- Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 47, 313-327.
- Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the the Coase Theorem. *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 6. (Dec., 1990), pp. 1325-1348.
- Kaustia, M. (2010). Disposition effect. *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, 6, 171.
- Kaustia, M. (2010). *Prospect theory and the disposition effect*. Cambridge Press. 791-812.
- Kubińska, E., Markiewicz, Ł., & Tyszka, T. (2012). Disposition effect among contrarian and momentum investors. *Journal of Behavioral Finance*, 13(3), 214-225.
- Lee, J. S., Shen, C. H., & Yen, P. H. (2010). The study of the fund investors' disposition effect vis-à-vis herding redemption and non-herding redemption: evidence from quantile regression least square dummy variable estimator. *Journal of Management and System*, 17(1).
- Lee, J. S., Yen, P. H., & Chan, K. C. (2013). Market states and disposition effect: evidence from Taiwan mutual fund investors. *Applied Economics*, 45(10), 1331-1342.
- Lehenkari, M. (2012). In search of the underlying mechanism of the disposition effect. *Journal of Behavioral Decision Making*, 25(2), 196-209.
- Li, Y., & Yang, L. (2013). Prospect theory, the disposition effect, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 715-739.
- Lucchesi, E. P. (2010). *O efeito disposição e suas motivações comportamentais: um estudo com base na atuação de gestores de fundos de investimento em ações*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, 192 p.
- Magalhães, C. (2013). *O Efeito Disposição nos Fundos de Investimento de Ações Portugueses*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Martins, G. de Andrade, & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo, Atlas.

- Meng, J. (2010). *The Disposition Effect and Expectations as Reference Point*. <[http://www.wiwi.uni-bonn.de/kraehmer/Lehre/Beh\\_Econ/Papiere/Meng-Disposition-Effect.pdf](http://www.wiwi.uni-bonn.de/kraehmer/Lehre/Beh_Econ/Papiere/Meng-Disposition-Effect.pdf)>. Acesso em fev 16, 2015.
- Meng, J. (2014). Can prospect theory explain the disposition effect? A new perspective on reference points. *A New Perspective on Reference Points (March 1, 2014)*.
- Nolte, I. (2012). A detailed investigation of the disposition effect and individual trading behavior: a panel survival approach. *The European Journal of Finance*, 18(10), 885-919.
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Plotnicki, M., & Szyszka, A. (2014). IPO market timing. The evidence of the disposition effect among corporate managers. *Global Finance Journal*, 25(1), 48-55.
- Rau, H. A. (2014). The disposition effect and loss aversion: Do gender differences matter? *Economics Letters*, 123(1), 33-36.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Seiler, M. J., Seiler, V. L., & Lane, M. A. (2012). Mental accounting and false reference points in real estate investment decision making. *Journal of Behavioral Finance*, 13(1), 17-26.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Talpsepp, T. (2011). Reverse disposition effect of foreign investors. *Journal of Behavioral Finance*, 12(4), 183-200.
- Talpsepp, T. (2013). Does Gender and Age Affect Investor Performance and the Disposition Effect? *Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe*, 2(1).
- Talpsepp, T., Vlcek, M., & Wang, M. (2014). Speculating in gains, waiting in losses: A closer look at the disposition effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2, 31-43.
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.