



ARREPENDIMENTO, *SUNK COST* E DOR DE CORNO: VIVENDO COM AS CONSEQUÊNCIAS DAS DECISÕES

Gustavo Leite Alvarenga¹

Dilmeire Sant'Anna Ramos Vosgerau²

RESUMO

Por muito tempo, pesquisas procuraram desvendar o movimento dos mercados financeiros por meio de métodos matemáticos e estatísticos, porém os fenômenos relacionados com as peculiaridades do comportamento humano permaneceram carentes de estudos mais aprofundados. Com o intuito de suprir essa lacuna, surgiram as finanças comportamentais, nova vertente que utiliza como matéria-prima as ditas anomalias do mercado, fenômenos que vêm sendo associados às heurísticas e vieses comportamentais. Nessa linha, o presente estudo busca investigar esses fenômenos em um canal de comunicação ainda pouco explorado, os fóruns de investimento. Foram levantados diálogos em diferentes momentos no ano de 2008 e, para a análise das 1.236 mensagens postadas por 34 usuários, foram utilizadas técnicas quantitativas e qualitativas, com o suporte do *software* Atlas TI. Podem-se, neste estudo, identificar dois focos de análise: os sentimentos de arrependimento e seus efeitos – o *sunk cost* – em momentos desfavoráveis e a aversão ao risco e ensejo nos momentos favoráveis. Apesar de não haver a intenção de correlacionar esses efeitos com os sentimentos de arrependimento, fica evidente que o arrependimento por omissão (não compra) gera ensejo, o que mantém o investidor na expectativa por novas oportunidades.

Palavras chave: Finanças comportamentais. Bolsa de valores. Análise de conteúdo. Fóruns de investimento. Arrependimento.

ABSTRACT

For a long time, researches tried to reveal the movement of financial markets through mathematical and statistics methods, however the phenomena related with human behavior peculiarities remained in need of more detailed studies. In order to fill this gap, emerged the behavioral finance, a new strain which has as base the called market anomalies, phenomena that have been associated with the heuristics and behavioral bias. The study presented seeks to investigate these phenomena in a communication channel still underexploited, the

¹ Mestre em Administração, Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR).

² PhD em Educação (*Technologies Educationnelles*) pela Université de Montréal, Canadá. Professora adjunta da PUCPR. Pesquisadora associada do Centre de Recherche Interuniversitaire sur la Formation et la Profession Enseignante (CrifPE), Canadá. E-mail: dilmeire.vosgerau@pucpr.br

investment forums. Dialogues were raised in different moments of 2008 and to the analysis of 1,236 messages posted by 34 users, were used both quantitative and qualitative techniques, with the Atlas TI software support. Two analysis focuses can be identified in this study: the feeling of regret and its effects - the sunk cost - in bad times and the rejection to the risk and eager for opportunities in good times. Although there was no intention to correlate those processes effects to the feelings of regret, it's clear that regret because of omission (not purchase) generates eager for opportunities, what holds the investor in the expectancy for new opportunities.

Keywords: *Behavioral finance. Stock Exchange. Content analysis. Investment forums. Regret.*

1 INTRODUÇÃO

Por muitas décadas, o desenvolvimento das teorias econômicas teve como principal foco os modelos matemáticos e muito pouco se preocupou com os aspectos comportamentais humanos. A convergência entre economia e psicologia ganhou espaço apenas com a percepção de que o paradigma tradicional não era capaz de descrever por completo a dinâmica dos mercados mundiais. Com a aproximação dessas duas áreas, surgiram as finanças comportamentais, que possuem como propósito a compreensão dos mecanismos mentais presentes quando uma pessoa toma decisões referentes aos seus recursos financeiros. O que era expurgado dos modelos clássicos da economia tornou-se, então, um novo campo de estudo.

Essas anomalias, ignoradas anteriormente, têm sido associadas aos vieses e às heurísticas comportamentais causados pela incapacidade humana de lidar com a complexidade de seu ambiente e suas próprias limitações. O principal problema é que grande parte das pessoas não tem consciência de que, no momento da decisão, é afetada por esses fenômenos.

Originalmente, as investigações empíricas no campo das finanças comportamentais tiveram como método problemas hipotéticos aplicados a alunos universitários. Os estudos foram pioneiramente realizados por Kahneman e Tversky (1974) e, posteriormente, desenvolvidos por outros autores, como Thaler (1993) e Shiller (1997). Apesar dos avanços, uma limitação nesse tipo de pesquisa, como em outros experimentos, ainda persiste: de que forma analisar o comportamento do investidor em um ambiente real, no qual ele se depara com as diferentes situações e movimentos do mercado?

Neste artigo, procurou-se, por meio de uma investigação exploratória, demonstrar o comportamento do investidor quando pressionado pela volatilidade e pelos desafios do mercado. Mediante um canal ainda pouco explorado – os fóruns de investimentos –, foram levantados diálogos em diferentes momentos no ano de 2008 e, a partir desses dados,

procurou-se identificar os vieses comportamentais derivados do sentimento de arrependimento.

O artigo encontra-se dividido em cinco seções. Além desta introdução, é apresentada uma breve revisão da literatura, em que se descrevem alguns aspectos das finanças comportamentais, como também a metodologia, a análise dos resultados encontrados e, por fim, algumas considerações finais.

2 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS, HEURÍSTICAS E VIESES

Nas últimas décadas, estudos têm abordado os fenômenos econômicos sob o prisma da psicologia comportamental, com o intuito de rever premissas clássicas da economia e revelar padrões antes negligenciados. Essa vertente vem sendo difundida como finanças comportamentais e, segundo Sewell (2011), seu marco inicial foi a publicação do estudo sobre reações exacerbadas no mercado acionário, conduzido por Bondt e Thaler (1985). Como Ferreira (2008, p. 39) relata, “ao contrário dos economistas, que desprezam as anomalias, os psicólogos econômicos fazem delas seu objeto de estudo privilegiado”.

Uma das mais promissoras linhas de pesquisa em finanças comportamentais foi introduzida por Daniel Kahneman e Amos Tversky, em 1979, com a publicação de *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, em que demonstram, por meio de diversas questões hipotéticas aplicadas aos alunos, que frequentemente as pessoas violam os pressupostos da racionalidade plena defendida por teorias clássicas. Esses desvios em relação ao comportamento “racional” foram associados a questões emocionais e à incapacidade humana de lidar com um ambiente tão complexo.

Segundo Kahneman e Riepe (1998), a complexidade e o alto grau de incerteza impedem que os investidores utilizem parâmetros e regras fixos para tomar uma decisão. Eles são induzidos a se basear na própria intuição e se tornam mais propensos aos riscos; quando obtêm resultados negativos, culpam a si mesmos ou aos outros. Por sua vez, Kahneman e Tversky (1974) demonstram, no artigo *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, como as pessoas usam mecanismos mentais para simplificar um problema e seu ambiente, de forma a encontrar uma solução viável. Segundo os autores, esses atalhos têm grande valia, mas levam o decisor a cometer erros graves e sistemáticos, os quais, consoante Kahneman e Riepe (1998), são chamados vieses ou ilusões cognitivas.

Entre os vieses comportamentais, aquele provocado pelo sentimento de arrependimento (*regret*) é observado em situações em que ocorre a avaliação de um resultado em comparação com outros possíveis. Ao tomar uma decisão – agir ou não –, o investidor espera por resultados, que, quando não coincidentes com suas expectativas, produzem sentimentos como o arrependimento.

Conforme Fogel e Berry (2006), o arrependimento (*regret*) foi estudado em uma série de contextos e é comumente definido como uma emoção negativa evocada pelo conhecimento de que uma escolha diferente teria conduzido a um resultado melhor do que o obtido. Essa emoção é reforçada pela ilusão de controle e de conhecimento sobre as tendências e fenômenos do mercado. Quando o investidor avalia sua decisão tomada, algum erro é identificado e parece visível e “lógico”; a sensação é, então, de incompetência e causa impactos nas suas próximas atitudes.

O arrependimento decorre tanto de uma ação frustrada, como comprar um título que se desvaloriza, quanto por uma não ação (omissão), quando se permanece com um título que se desvaloriza ou não se compra uma ação que se valoriza. Em alguns casos, apesar de o resultado negativo financeiro ser o mesmo, a intensidade do sentimento de arrependimento é sentida de forma distinta conforme o tipo de decisão tomada. Segundo Baron e Ritov (2004), em grande parte das pesquisas, atribui-se ao viés da ação um sentimento mais exacerbado, porém, em estudos recentes, essa tendência tem sido questionada.

Como demonstrado por Kahneman e Riepe (1998), para um grande grupo de pessoas, o arrependimento por uma ação causa mais desconforto. Por outro lado, um grupo minoritário parece sofrer mais pela não ação (omissão). Essa minoria é composta por investidores que detêm alta proporção de seus investimentos em ações, ou seja, em ativos de maior risco. Pessoas que lamentam as oportunidades perdidas tendem a ser mais propensas ao risco do que aquelas que lamentam tentativas que falharam (KAHNEMAN; RIEPE, 1998).

A propensão ao risco é um dos efeitos do sentimento causado pelo arrependimento, entre outros fenômenos pesquisados em estudos anteriores. Conforme Shefrin e Statman (1985), existe uma tendência de investidores venderem ações que estão ganhando e permanecerem com ações em queda. Esse efeito, cunhado por eles como efeito disposição, pode ser atribuído à aversão à perda e ao desejo de evitar o arrependimento. A dor associada à realização da perda é maior que o prazer associado à realização de um ganho.

A venda de uma ação perdedora resulta em uma perda tangível imediata; mantendo a ação, a esperança de que se reverta a situação de baixa continua viva. Além disso, o investidor pode estar em estado de negação sobre uma má decisão e, renunciando à venda, se poupa de assumir o erro (FOGEL; BERRY, 2006). Peterson (2008) cita, por exemplo, a tendência de “segurar” uma ação enquanto ela se desvaloriza para que não se “admita” o erro. Em outros casos, os investidores vendem antecipadamente uma ação para evitar o arrependimento de não tê-la vendido antes. Ainda, o medo do arrependimento leva investidores a manter ações perdedoras, evitando uma venda seguida de uma “virada” no mercado e o arrependimento de ter vendido (FOGEL; BERRY, 2006).

O efeito *sunk cost* ou custo perdido é a tendência de insistir em uma posição em função de um investimento já realizado, ou seja, o montante já despendido com um ativo influencia a

decisão de vendê-lo ou não. De acordo com Ayton e Arkes (1998), um investimento prévio não deveria influenciar a consideração das opções existentes; apenas os custos incrementais e benefícios dessas opções devem influenciar uma decisão. Em outras palavras, a perda com a desvalorização de uma ação não deve influenciar a decisão de trocá-la, mas apenas os riscos e retornos que as opções existentes oferecem.

Para Arkes e Blumer (1985), um dos principais sentimentos que contribuem para o efeito *sunk cost* é o desejo das pessoas de não dar a impressão de que seus dispêndios foram desperdiçados. Ainda nesse sentido, conforme Ayton e Arkes (1998), um grande número de estudos demonstra que o *sunk cost* é motivado por esse sentimento e, apesar de “evitar desperdícios” e ser beneficentemente aplicável em várias situações, o que se percebe é uma inapropriada generalização. O mesmo fenômeno é descrito por Parayre (1995) – projetos de investimentos empresariais em que se evita “jogar fora dinheiro bom depois de ruim”.

3 METODOLOGIA

A pesquisa desenvolvida neste artigo classifica-se como exploratória e descritiva, sendo a primeira base para a segunda. De acordo com Gil (2002), a pesquisa exploratória é flexível e permite a consideração de aspectos variados do objeto de estudo, tendo como fim aprimorar ideias para facilitar etapas posteriores. Suas fontes são, por exemplo, o levantamento bibliográfico, as entrevistas e a análise de documentos, aqui representados pelos diálogos reunidos em documentos e codificados com o auxílio do *software* Atlas TI.

A etapa descritiva neste artigo é, conforme Gil (2002), um processo que procura, além de descrever as variáveis, encontrar suas associações e a natureza de suas relações. Para tanto, utilizaram-se ferramentas da pesquisa quantitativa, que dá sustentação à qualitativa, aqui caracterizada pela abordagem proposta por Bardin (2010), conhecida como análise de conteúdo. Minayo (2000) relata que as metodologias qualitativas são capazes de incorporar as significâncias e intencionalidades dos atos, relações e estruturas sociais.

A abordagem de Bardin (2010) aqui aplicada é realizada por um conjunto de técnicas objetivas e sistemáticas de investigação que procuram revelar, por meio da inferência, o conteúdo simbólico das mensagens. Essa tarefa foi facilitada pelo *software* Atlas TI, que auxilia, sobremaneira, o gerenciamento, a organização e a integração dos dados. Ressalte-se, entretanto, que a ferramenta não automatiza o processo de análise, não atribui significados, tampouco analisa os resultados.

Essa análise foi desenvolvida em três fases, denominadas por Bardin (2010) pelos cronológicos:

a) pré-análise: consiste na organização, sistematização e operacionalização dos documentos e ideias. Neste artigo, os dados foram coletados eletronicamente de um fórum disponível em um *site* (ADVFN, 2011) provedor de informações, ferramentas e espaços para discussões e debates sobre o mercado financeiro e seus produtos. O fórum foi escolhido propositalmente por possuir grande número de usuários e comentários durante o ano de 2008 e focar os negócios com ações de grandes empresas brasileiras que compõem o Índice Bovespa (Ibovespa). A escolha do ano deu-se em função dos objetivos deste trabalho, que procura demonstrar o comportamento do investidor em períodos favoráveis e desfavoráveis, como ocorrido intensamente em 2008. Para relacionar os padrões comportamentais dos investidores aos diferentes momentos do mercado, o fórum foi organizado em arquivos de texto com extensão RTF, de acordo com os meses do ano. Ao todo, foram analisadas 1.236 mensagens postadas por 34 usuários. Para possibilitar a análise, os textos foram exportados para o *software*, no qual foram realizadas as análises posteriores;

b) exploração do material: nesta etapa, a exploração dos textos já organizados foi feita por meio da codificação, que “corresponde a uma transformação – efetuada segundo regras precisas – dos dados em bruto do texto, transformação esta que, por recorte, agregação e enumeração, permite atingir uma representação do conteúdo [...]” (BARDIN, 2010, p. 129). Foi, assim, feito um recorte de passagens de texto em um contexto, exemplificando a mesma ideia teórica e descritiva, ou seja, as passagens foram identificadas e relacionadas a um nome ou ideia, sendo identificadas por um código (GIBBS, 2009). Para alcançar os objetivos deste trabalho, quatro códigos foram criados, baseados em quatro tipos de resultado: Resultado Negativo Com Perda (RNCP) – resultado considerado negativo pelo investidor com perdas financeiras –; Resultado Negativo Sem Perda (RNSP) – resultado considerado negativo pelo investidor sem perdas financeiras –; Resultado Positivo Com Ganho (RPCG) – resultado considerado positivo pelo investidor com ganhos financeiros –; e Resultado Positivo Sem Ganho (RPSG) – resultado considerado positivo pelo investidor sem ganhos financeiros. Com o auxílio do *software*, as passagens foram, primeiramente, identificadas pelo investidor responsável pela postagem; em seguida, foram marcadas aquelas que correspondiam aos quatro códigos criados, identificando a ligação entre o código e a pessoa;

c) tratamento dos resultados: nesta etapa, as passagens selecionadas por meio dos códigos já associados aos respectivos investidores foram analisadas e qualificadas, com o intuito de demonstrar os sentimentos existentes decorrentes dos resultados obtidos durante o ano de 2008. Para isso, acrescentou-se a análise de contagem de palavras demonstrada por meio de figura em nuvem, elaborada pela ferramenta Wordle.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

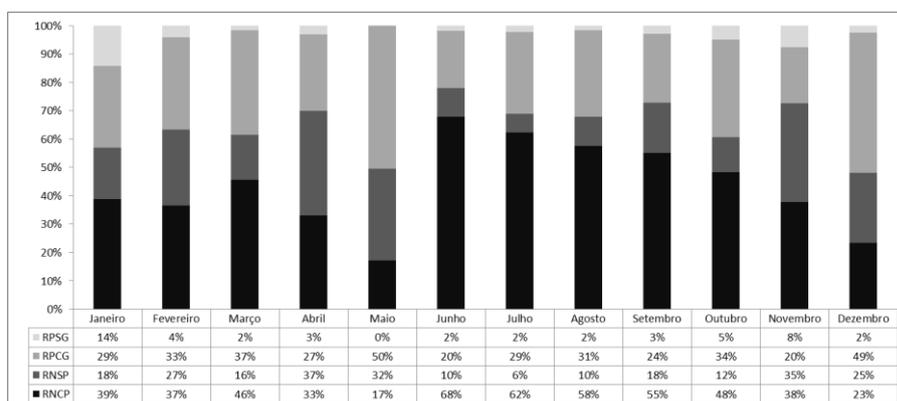
No primeiro momento, demonstram-se os resultados encontrados em forma quantitativa. Percebe-se que, apesar dos meses favoráveis (Tabela 1), não houve nenhum período do ano em que a contagem mensal de resultados considerados positivos superasse a contagem dos resultados negativos, com exceção de dezembro, mês em que os resultados positivos superaram os negativos em apenas 1%.

Tabela 1 – Variação percentual do Ibovespa no ano de 2008.

Mês	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maió	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro
Varição Percentual do Ibovespa (Valor de Fechamento)	-6,88%	6,72%	-3,97%	11,32%	6,96%	-10,43%	-6,14%	-3,38%	-11,03%	-24,80%	-1,77%	2,61%

Fonte: Bovespa (2011).

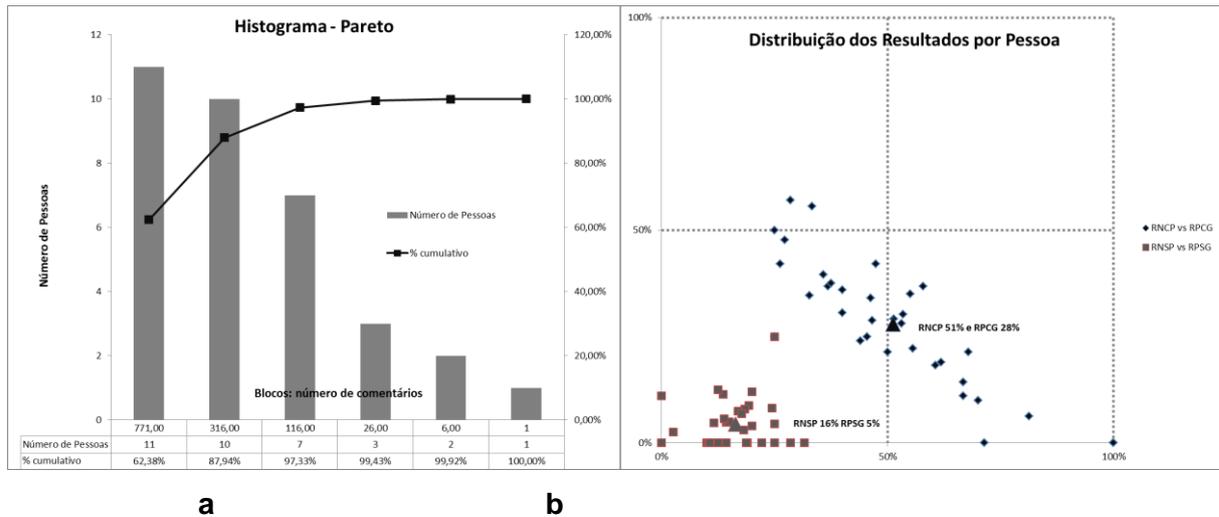
Nota-se na Figura 1, construída a partir das porcentagens obtidas com a divisão da contagem de cada tipo de código pelo total de resultados encontrados, que apenas em maio houve equivalência entre resultados positivos (RPCG + RPSG) e negativos (RNCP + RNSP) e em dezembro a superação dos positivos. Esse fato revela que, em momentos favoráveis, os investidores ressentem-se com os ganhos não auferidos e consideram o resultado RNCP.

Figura 1 – Comparação entre mensagens, usuários e Ibovespa/2008.

Fonte: Os autores.

Na análise realizada por investidor, percebe-se que, pela contagem de comentários ou resultados, 28 dos 34 investidores foram responsáveis por 97,33% do total analisado (Figura 2a).

Figura 2 – Análise quantitativa de resultados por investidor.



Fonte: Os autores.

Na Figura 2b, cada par de pontos (um losango e um quadrado) corresponde ao resultado médio obtido por investidor durante o ano, sendo o quadrado a combinação dos resultados sem relação com perda ou ganho financeiro (RNSP e RPSG) e o losango a combinação dos resultados com perda ou ganho financeiro (RNCP e RPCG). A soma das porcentagens de cada tipo resulta em 100%, demonstrando, assim, o peso de cada um perante o resultado total obtido durante o ano. Como exemplo, foram destacados dois triângulos que mostram o resultado médio total de todos os investidores. No quadrante inferior esquerdo, encontra-se a combinação de RNSP médio e RPSG médio, com respectivamente 16% e 5%; já no quadrante inferior direito, a combinação de RNCP médio e RPCG médio, com respectivamente 51% e 28%. Dessa forma, na média do ano, os investidores tiveram um resultado negativo superior ao positivo, visto que a soma de 16% e 51% resulta em 67% de resultados negativos.

Nota-se que os dois grupos de pontos agrupam-se, situando-se os resultados sem perda ou ganho financeiro no canto inferior esquerdo, o que significa menor importância em relação aos resultados com perda ou ganho financeiro, representados pelos losangos distribuídos acima dos quadrados. Com exceção de dois pontos, nenhum outro supera a linha horizontal de 50%, que representa o limite a partir do qual se consideram superiores os resultados positivos. Já a linha vertical de 50% é superada por diversos losangos, o que demonstra a alta porcentagem de RNCP. Os outros pontos que permanecem dentro do quadrante inferior esquerdo compõem-se de forma que, quanto mais altos, maior a porcentagem dos resultados positivos e, quanto mais à direita, maior a porcentagem de resultados negativos.

4.1 ANÁLISE QUALITATIVA

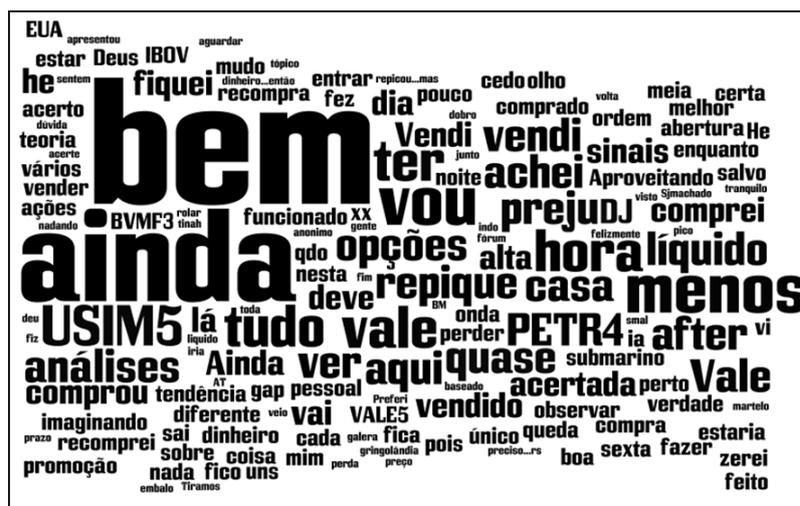
Após a quantificação dos resultados positivos e negativos classificados como RPSG, RPCG, RNCP e RNSP, houve a segunda análise qualitativa, com o intuito de investigar os sentimentos demonstrados pelos investidores em resposta a esses resultados.

4.1.1 RPSG

Os RPSGs, que representam os comentários dos investidores que demonstram satisfação sem ganho financeiro, podem ser observados nos seguintes exemplos: “Ainda bem que saí ontem. Ufa!!” e “MMXM na casa dos 50, ainda bem que realizei ontem com -10%; hoje já estaria nos -15%”. Após leitura dos comentários classificados como RPSG, nota-se que apresentam principalmente o sentimento de satisfação por não perder, geralmente acompanhado por expressões que denotam alívio. Também se observam com frequência comentários que podem indicar satisfação com a perda alheia, como nas frases: “Meu único consolo é saber que o prejuízo dos Bancos estão bem maiores que os meus...rs” e “Quem comprou hoje cedo acima dos 0,75 esperando a ‘bombada rumo à Lua’, conseguiu uma bela bomba pra hoje mesmo...”.

A Figura 3 demonstra a contagem de todas as palavras contidas nos comentários selecionados e classificados como RPSG.

Figura 3 – Contagem de palavras pelo Wordle – RPSG.



Fonte: Os autores.

Conforme a representação, percebe-se o destaque das palavras “ainda” e “bem”, que demonstram o alívio expressado pelos investidores por não terem tomado a decisão de comprar ou permanecer com uma ação. Como indicador de reação ou consequência,

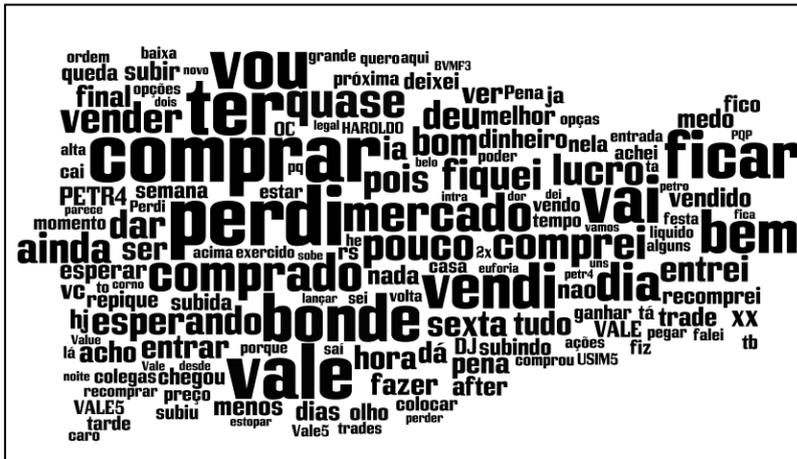
4.1.3 RNSP

“O problema é que sempre queremos aproveitar o máximo, e às vezes o bonde passa”, “Parabéns aos que apostaram na mmxm3, infelizmente fiquei de fora da festa”, “Hoje me precipitei e vendi minhas USIM5 na hora errada, quase saí sem lucro e agora ela já está em 79,00”. Essas frases exemplificam os comentários classificados como RNSP e expressam o sentimento de arrependimento por omissão ou por deixar de comprar. Entre os comentários, uma expressão mostrou-se recorrente, “dor de corno”, cunhada pelos próprios investidores: “A famosa dor de corno, pq não comprei” e “Por que que não comprei [...] lei do arrependimento do mercado (outros chamam de dor de corno)”.

Além do arrependimento, os casos de RNSP parecem gerar sentimentos de ensejo ou criam entre os investidores uma ansiedade pela próxima oportunidade. Esses casos, muito comuns em meses favoráveis, como abril e maio, podem ser observados em diversas passagens: “[...] deixei de ganhar um bom \$\$\$, ainda bem que tem mercado todo dia...”, “Não consigo ficar de fora desta”, “O que não dá é pra ficar olhando de fora” e “Por via das dúvidas, já comprei algumas hoje”. Nesses casos, parece surgir um estímulo que “prende” o investidor: o medo de sentir o arrependimento de não agir e “deixar passar a onda” ou “ficar de fora”.

Na Figura 5, destacam-se as palavras “perdi” e “bonde”, que confirmam os sentimentos e a sensação de arrependimento pela omissão ou deixar de comprar. A análise da palavra “vou” também reforça o sentimento de ensejo: “Vou passar a especular mais ainda com esse ativo”, “Mas vou pegar ela na próxima... rs”, “Acho que vou comprar mais amanhã” e “Agora se ela voltar a disparar eu vou ficar muito p. da vida com a ação...”.

Figura 5 – Contagem de palavras pelo Wordle – RNSP.



Fonte: Os autores.

4.1.4 RNCP

Os resultados classificados como RNCP, mais presentes no ano de 2008, apresentam uma característica comum: a relutância em aceitar ou realizar o prejuízo. Entre os relatos dos próprios investidores, a esperança de uma reversão da situação justifica a permanência com a ação: “Espero que melhore já amanhã, pois não aguento mais esse papel”, “Tô louco para pular fora com o mínimo de prejuízo ou melhor se possível com um pequeno lucro” e “Estou aguardando a reação para amenizar meu preju”.

O arrependimento pode gerar o chamado “efeito da disposição”, segundo autores como Nofsinger (2010) e Peterson (2008). Quando investidores compram uma ação que se desvaloriza, muitas vezes mantêm a posição para não realizar o prejuízo e, dessa forma, não reconhecem o erro. Evita-se, assim, a sensação de arrependimento. Em alguns casos, além de não vender, o investidor aumenta sua posição, justificando o ato como uma estratégia de “preço médio”: “Eu tô comprando direto, acabei refazendo minha carteira ao longo desses meses de baixa, tô com uma carteira bem forte pra quando voltar o período de altas (tomara!)” e “O pior é que vou ter de recomprar por mais que vendi, para ver se na segunda saio do preju”.

Além dos relatos dos investidores sobre compras sequenciais ao longo da desvalorização das ações, outra justificativa é ainda mais frequente: trocar a expectativa de retorno de curto prazo para longo prazo – “Acho que ficou para o longo prazo!” e “Se o mercado desandar a cair aí é guardar para LP e esquecer”.

Os três casos relatados – expectativa de reversão, estratégia de preços médios e mudança para a perspectiva de longo prazo – reforçam o fenômeno conhecido como efeito *sunk cost*,

pela não compra de uma ação e na omissão pela não venda (permanecer com a ação). O arrependimento de agir – na literatura, comissão – não foi aqui identificado com frequência, pois, para o investidor especulador, a compra mal feita (comissão) pode ser anulada pela venda (comissão) no momento certo. Dessa forma, o arrependimento surge apenas na omissão de não comprar e não vender (omissão).

Dos efeitos identificados, destacam-se a aversão ao risco e o ensejo em momentos favoráveis e o *sunk cost* em momentos desfavoráveis. O medo do arrependimento de não vender na hora correta parece causar entre os investidores uma aversão ao risco, que, dessa forma, antecipam a venda. Já o arrependimento de perder uma oportunidade (dor de corno) gera o sentimento de ensejo, o que mantém o investidor na expectativa por novas oportunidades. Já o *sunk cost* é justificado pelos investidores de três formas: expectativa de reversão, estratégia de preços médios e mudança para a perspectiva de longo prazo. Os sentimentos que os fazem atuar dessa forma podem estar relacionados com o medo de agir (comissão), vendendo a ação e “assistindo” a uma reversão do mercado e à valorização de sua ação.

Como limitação, este estudo aponta as variações entre os investidores que não puderam ser analisadas, mesmo observando vieses comportamentais entre todos os 34 envolvidos na pesquisa. Como sugestão, fica a indicação de replicação do estudo visando às peculiaridades de comportamento entre os investidores e, principalmente, à contaminação decorrente da própria interação desses investidores.

REFERÊNCIAS

- ADVFN. *ADVFN Brasil*. Disponível em: <<http://br.advfn.com/>>. Acesso em: jan./dez. 2011.
- ARKES, H. R.; BLUMER, C. The psychology of sunk cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, n. 35, p. 124-140, 1985.
- AYTON, P.; ARKES, H. R. Call it quits. *New Scientist*, n. 158, p. 40-43, 1998.
- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 2010.
- BARON, J.; RITOV, L. Omission bias, individual differences, and normality. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, v. 94, p. 74-85, 2004.
- BOLSA de Valores de São Paulo (Bovespa). Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: jan./dez. 2011.
- BONDT, W. F. M.; THALER, R. Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, v. 40, n. 3, p. 793-805, 1985.
- FERREIRA, V. R. M. *Psicologia econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

- FOGEL, S. C.; BERRY, T. The disposition effect and individual investor decisions: the roles of regret and counterfactual alternatives. *Journal of Behavioral Finance*, v. 7, n. 2, p. 65-80, 2006.
- GIBBS, G. *Análise de dados qualitativos*. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- KAHNEMAN, D.; RIEPE, M. Aspects of investor psychology: beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about. *Journal of Portfolio Management*, v. 24, n. 4, p. 1-21, 1998.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, v. 185, p. 1124-1131, 1974.
- _____. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, p. 263-291, 1979.
- MINAYO, M. C. *Pesquisa social: teoria, método e criatividade*. 17. ed. Petrópolis: Vozes, 2000.
- NOFSINGER, J. R. *A lógica do mercado de ações: como os investidores podem ganhar mais*. 2. ed. São Paulo: Fundamento, 2010.
- PARAYRE, R. The strategic implications of sunk costs: a behavioral perspective. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 28, p. 417-442, 1995.
- PETERSON, R. *Desvendando a mente do investidor: o domínio da mente sobre o dinheiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2008.
- SEWELL, M. History of the efficient market hypothesis. *UCL Research*, v. 11, n. 4, p. 11-35, 2011.
- SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. *Journal of Finance*, n. 40, p. 777-790, 1985.
- SHILLER, R. J. *Human behavior and the efficiency of the financial system*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1997.
- THALER, R. H. *Advances in behavioral finance*. New York: Russell Sage Foundation, 1993.