

## Encontro de ECONOMIA COMPORTAMENTAL, FDUL / CIDP, 19 de Abril de 2017

# COMPORTAMENTOS DE JOGO E DE ESPECULAÇÃO FINANCEIRA: UMA PERSPECTIVA ÉTICA E DE REGULAÇÃO

Júlio Lobão<sup>1</sup>

Sumário: 1. Introdução. 2. Conceito de especulação financeira. 3. Importância económica da especulação financeira. 4. Uma apreciação ética da especulação financeira. 5. Conclusão

## 1. INTRODUÇÃO



especulação é um termo usado frequentemente, em linguagem comum, com uma conotação negativa. É frequente atribuir-se algumas das características mais visíveis dos mercados financeiros – como a sua elevada volatilidade, em certos períodos históricos – à actuação dos especuladores. O dicionário estabelece como sinónimos de especulação, entre outros, termos como “engano”, “logro” ou “exploração”. A ideia de que os especuladores se dedicam a actividades que não contribuem em nada para o bem-estar social reflecte-se em expressões que estabelecem uma equivalência entre a actividade desses agentes e a dos jogadores. Daí as expressões, comuns nos dias de hoje, de “jogar na bolsa” ou de “apostar na bolsa”, por exemplo. A noção de que a especulação é algo de improdutivo ou, pior, que pode trazer prejuízos à sociedade como um todo, é antiga e encontra-se vertida nos mais variados sistemas jurídicos à volta do

---

<sup>1</sup> Professor da Faculdade de Economia do Porto (FEP) e investigador do CEPES – Centro de Estudos de População, Economia e Sociedade.

Mundo. Um dos sinais mais evidentes da desconfiança dos legisladores acerca da especulação é o que se traduz na existência de taxas que incidem sobre transacções financeiras de curto prazo.<sup>2</sup>

As propostas de introdução de taxas sobre transacções financeiras contam, entre os seus apoiantes, nomes ilustres na história das Finanças e da Economia. É o caso de John Maynard Keynes (1936) ou de James Tobin (1978), por exemplo. O argumento essencial assenta no pressuposto de que existem dois tipos de participantes nos mercados: investidores de longo prazo que contribuem para estabilizar os preços e especuladores de curto prazo que os desestabilizam. Uma taxa sobre as transacções deve ser reduzida o suficiente para não ter um impacto significativo nos investidores de longo prazo mas deve ser suficiente para desincentivar a actuação dos especuladores. A expectativa é a de que, se o papel dos especuladores se tornasse menos importante, os mercados tenderiam a ser menos propensos a episódios de grande turbulência.

Em muitos dos principais mercados financeiros mais desenvolvidos, como na Alemanha, Japão ou Reino Unido, por exemplo, existe alguma forma de taxação sobre as transacções de activos financeiros. No entanto, o debate acerca da bondade desse tipo de medidas continua vivo.

Este artigo tem como objectivo debater as linhas de aproximação e convergência entre os comportamentos de jogo e de especulação financeira. Para isso recorrer-se-á a um conjunto de evidências que se inserem em diversas tradições de abordagem científica (análise histórica e cultural, investigações em psicológica e finanças, etc.). A principal conclusão é a de que as relações de proximidade entre o jogo e a especulação financeira permitem colocar a interrogação acerca das diferenças

---

<sup>2</sup> Existem outras medidas restritivas da especulação que têm sido aplicadas. É o caso, por exemplo, dos regimes fiscais de taxação diferenciada das mais-valias em função do período de detenção dos activos. A este propósito ver, por exemplo, Repetti (1989) e Duruigbo (2011).

significativas na regulação dessas duas práticas.

## 2. CONCEITO DE ESPECULAÇÃO FINANCEIRA

O conceito de especulação não é consensual. No entanto, geralmente considera-se que a especulação consiste na compra ou venda de um activo com a intenção de lucrar com a variação de preços no curto prazo. No caso da compra do activo, o especulador pretende vendê-lo mais tarde a um preço mais elevado; no caso da venda do activo, o especulador pretende comprá-lo, pouco tempo depois, a um preço mais baixo (Stout, 1995, 1999).

Esta definição de especulação contém alguns elementos que merecem ser ponderados. Em primeiro lugar, o especulador pretende actuar *no curto prazo*. Esta característica permite distinguir a especulação do comportamento dos investidores que adquirem os activos para os manter na sua posse no longo prazo (pense-se, por exemplo, num investidor que aplica as suas poupanças adquirindo acções nos mercados financeiros com a intenção de as manter durante dezenas de anos até à altura da reforma). Permite também distinguir a especulação da actuação dos agentes que transaccionam bens ou serviços porque os produzem ou consomem (pense-se, por exemplo, no caso de uma empresa de ourivesaria que compra ouro porque necessita do metal para o transformar).

O segundo ponto a ter em atenção é o de que o especulador pretende lucrar com a *variação de preços*. É importante notar que a actuação do especulador não se guia pela sua percepção acerca do valor fundamental dos activos. Um especulador pode estar interessado em comprar um activo já sobreavaliado se a sua expectativa for a de um aumento de preços desse activo no curto prazo. A motivação para a transacção do especulador reside, isso sim, na comparação entre o preço actual do activo e o preço que espera observar num futuro próximo. Nesta medida, o efeito do especulador na relação entre os preços e o valor fundamental dos

activos é ambíguo. Ao comprar um activo sobreavaliado (com base numa expectativa de subida de preços), o especulador estará a contribuir para um maior afastamento entre preço e valor fundamental do activo; já se comprar um activo subavaliado, ou seja, um activo cujo preço se encontra abaixo do valor fundamental, estará a contribuir para o aumento da eficiência do mercado na medida em que da sua acção resulta a aproximação entre aquelas duas variáveis.

### 3. IMPORTÂNCIA ECONÓMICA DA ESPECULAÇÃO FINANCEIRA

Nos mercados financeiros pode existir um conflito entre os benefícios privados auferidos pelos investidores e os benefícios sociais que resultam da sua actividade. Os investidores têm incentivos para procurar a informação que julgam ser mais relevante e, na ausência de um mecanismo de coordenação dos seus esforços, é de esperar que exista um esforço em parte repetido, de muitos investidores, para obter uma mesma parcela de informação. Esta situação, do ponto de vista da aplicação dos recursos sociais, configura um caso de sobreinvestimento em informação.

Para além disso, os investidores têm incentivos para investir nos processos que permitam adquirir e processar a informação de forma mais rápida do que os demais agentes de mercado, de forma a lucrar com isso. Tal proporciona um incentivo poderoso para se investir fortemente, nem que seja para obter uma vantagem mínima – um milissegundo que seja – sobre os concorrentes. Se, por um lado, uma vantagem mínima pode ser crucial para os especuladores, é necessário ter em atenção, por outro lado, que as decisões dos gestores em nada beneficiam do facto da informação ser incorporada nos preços apenas um pouco mais rapidamente. Nenhum gestor altera os seus planos de investimento pelo facto da informação demorar a causar

impacto nos preços um dia em vez de dois dias, por exemplo. No entanto, os efeitos reais nas decisões empresariais são o que mais importa em termos sociais pelo efeito que potencialmente podem ter na criação de riqueza e bem-estar. A desproporção entre os (elevados) benefícios privados dos especuladores e os (parcos) benefícios sociais na melhoria da afectação social de recursos é evidente.

Imagine-se o caso de um especulador que, fruto de um dispendioso esforço de aquisição de informação, consegue saber antes dos demais que uma empresa farmacêutica planeia anunciar a cura para a diabetes. Ao comprar as acções da empresa no momento e ao vendê-las depois do anúncio público da descoberta, o especulador pode obter lucros elevados. O resultado da transacção é o de que a posse das acções da empresa se transferiu de um especulador para outro, mas daí não resulta a criação de qualquer riqueza em termos sociais. Este exemplo ilustra a ideia de que os recursos que estão a ser despendidos pelos especuladores na procura de informação podem ser excessivos em termos sociais pelo que se pode justificar a aplicação de medidas que desincentivem a recolha de informação.

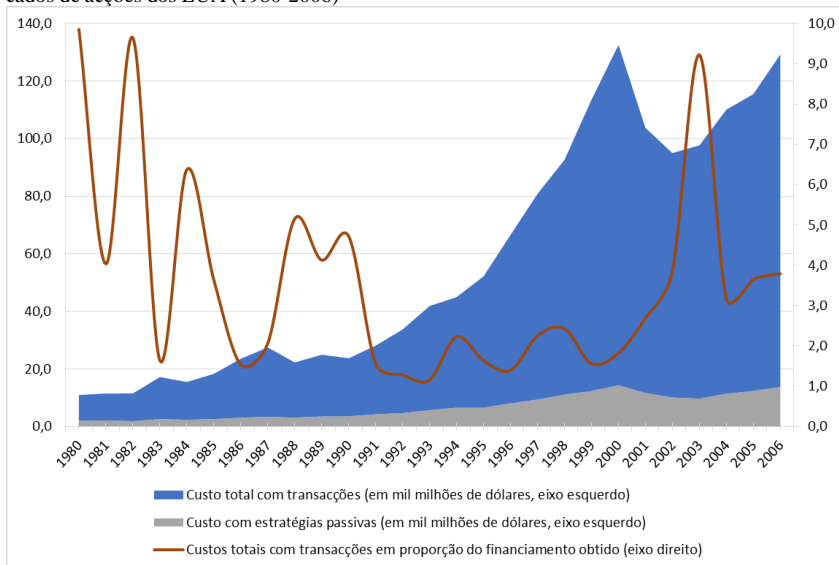
Alguns autores referem que o sobreinvestimento pode fazer-se sentir igualmente ao nível dos recursos humanos. O desenvolvimento dos mercados financeiros ao longo das últimas décadas tem criado uma elevada atracção pelo sector, desviando de outras áreas de actividade, com maior potencial de criação de valor social, muitos dos talentos mais jovens.

Além disso, há investidores que actuam nos mercados financeiros sem atenderem sequer à informação relevante. Este tipo de investidores tende a transaccionar em prazos mais curtos, e muitas vezes em resposta a variações dos preços de mercado (seguem estratégias de *feedback* positivo). É a este tipo de investidores que é normalmente atribuído o excesso de volatilidade dos preços (e.g., Black, 1986; Shleifer e Summers, 1990).

É útil ter-se uma noção da importância dos recursos

consumidos na especulação. Uma forma directa para se ter essa noção resulta da comparação entre os custos de transacção suportados pelos investidores na transacção de acções nos mercados secundários e o montante de financiamento obtido pelas empresas por via da emissão e colocação de novos títulos junto dos investidores, através dos mercados primários. O gráfico 1, a seguir, ilustra essa relação para o caso dos mercados de acções dos EUA.

Gráfico 1: Comparação entre a função especulativa e a função de afectação de recursos nos mercados de acções dos EUA (1980-2006)



Notas: os mercados abrangidos são os da NYSE, Amex e Nasdaq.

Fonte: French (2008) e *website* de Jay Ritter.

O gráfico contém informações sobre aquela que podemos designar como a “função especulativa” dos mercados de capitais e que se traduz nos custos suportados pelos investidores através das transacções realizadas nos mercados secundários. Conforme se pode observar no gráfico, o montante global desses custos – que inclui, entre outros elementos, os custos e comissões pagos para deter fundos de investimento, os custos suportados pelos investidores institucionais e os custos de transacção

pagos por todos os investidores – aumentou de forma bastante pronunciada no período 1980-2006. Se esses custos se cifravam em 1980 em cerca de 9 mil milhões de dólares, em 2006 atingiram os 115,5 mil milhões de dólares. Isto significa que esses custos foram multiplicados por um factor de 13 nesse período. É também interessante notar que o aumento dos custos com transacções se acentuou a partir de meados da década de 90 do século passado coincidindo assim, com o período de formação da bolha tecnológica nos EUA. Na verdade, o total dos custos de transacção atingiu o seu valor máximo (118,2 mil milhões de dólares) no ano 2000, precisamente o ano em que se verificou o pico das cotações nessa bolha especulativa.

Um segundo elemento a ter em conta tem a ver com os custos suportados pelos investidores com os diferentes tipos de estratégias. As estratégias activas são aquelas que têm como objectivo obter um desempenho superior ao do mercado – por exemplo, comprando e vendendo activamente acções –, enquanto que as estratégias passivas visam replicar o mercado e minimizar os custos com transacções. Conforme se pode observar, os custos de transacção referentes às estratégias de investimento passivas constituem uma pequena parcela dos custos totais suportados pelos investidores. Entre os custos das estratégias passivas incluem-se, entre outros, os custos que suportaram os investidores em fundos de investimento que adoptam estratégias passivas. Entre 1980 e 2006, os custos totais com estratégias passivas passaram de 2 mil milhões de dólares para 13,7 mil milhões de dólares o que significa que foram multiplicados por um factor de 7 ao longo desse período.

O valor económico que os investidores despendem a tentar “bater o mercado” através de estratégias de investimento activas é extremamente significativo: no período pós-1999 representou uma perda que varia entre 0,7% e 1% do PIB dos EUA, *em cada ano*. Deve ainda ser salientado que estes valores incluem apenas custos directos das transacções não se

considerando assim outros factores como o tempo despendido pelos investidores e os inerentes custos de oportunidade.<sup>3</sup>

Um terceiro elemento a considerar, porventura o mais importante, diz respeito à linha constante no gráfico e que representa a relação entre os custos totais suportados pelos investidores nos mercados secundários e o financiamento obtido pelas empresas nos mercados primários. Entende-se normalmente que a principal função dos mercados financeiros é a de proporcionar o acesso a capitais às empresas que pretendem investir. Ora, a linha do gráfico permite perceber que em todos os anos do período 1980-2006, o montante gasto pelos investidores em transacções nunca foi inferior ao montante de financiamento obtido pelas empresas. Em alguns dos anos desse período, a relação entre as duas grandezas assumiu valores extremos: por exemplo, nos anos de 1980 e de 2003, por cada dólar de financiamento obtido pelas empresas foram despendidos outros 9 dólares em transacções nos mercados secundários. As causas para a variação nessa proporção ao longo de 1980-2006 prenderam-se mais com a variação do financiamento obtido pelas empresas nos mercados de capitais do que com a variação nos custos de transacção. Em média, ao longo do período 1980-2003, por cada dólar de financiamento empresarial foram gastos 3,6 dólares em custos com transacções.

Uma vez que os investidores que adoptam estratégias de investimento activas são os que correspondem, de forma mais precisa, ao perfil de um especulador, faz sentido considerar os custos suportados apenas por essa categoria de investidores. Se se efectuar essa comparação verifica-se que, por cada dólar de

---

<sup>3</sup> Essas perdas, sofridas pelo conjunto dos investidores, não deve fazer perder de vista que alguns segmentos de investidores sofrem perdas substancialmente maiores. Por exemplo, Barber *et al.* (2008) reportam que os investidores individuais da Formosa sofrem, em cada ano, perdas equivalentes a 2,2% do produto interno bruto desse país sendo que desse valor 0,75 pontos percentuais se traduzem numa transferência de riqueza para os restantes investidores e 1,45 pontos percentuais são devidos ao pagamento de custos e comissões.



financiamento que as empresas obtiveram nos mercados de acções ao longo do período 1980-2006, os investidores que prosseguiram estratégias activas despenderam, em média, *outros 3 dólares* em custos de transacção. Isto significa que cada dólar de financiamento empresarial custou em média, na realidade, 4 dólares aos investidores. É a constatação desta significativa desproporção entre a função de afectação de recursos dos mercados de capitais – que é, em teoria, a sua principal razão de ser – e os custos suportados na função especulativa desses mercados que tem levado alguns autores a defender que os mercados de capitais são, no essencial, apenas um mecanismo de transferência de riqueza entre diferentes investidores (e.g., Stout, 1988, 1995).

É neste contexto que têm surgido diversas propostas com o intuito de limitar a actuação especulativa dos investidores que investem excessivamente em informação e dos investidores que actuam no curto prazo sem basearem as suas decisões em informação (normalmente designados por *noise traders*). Entre essas propostas destacam-se as taxas sobre as transacções financeiras. O objectivo é o de aumentar ligeiramente os custos de transaccionar os activos financeiros de modo a que alguns investidores, em particular os que se dedicam a transacções não-informadas de curto prazo, diminuam a sua influência no mercado e passem a dedicar-se a actividades mais produtivas para si e para a sociedade (Stiglitz, 1989; Summers e Summers, 1989).

#### 4. UMA APRECIACÃO ÉTICA DA ESPECULAÇÃO FINANCEIRA

O juízo ético sobre as actividades de especulação divide os estudiosos da matéria. É possível encontrar opiniões fortemente contrastantes sobre o tema, com implicações contraditórias no campo da regulação: há autores que realçam, na avaliação ética da especulação, as consequências benéficas para a sociedade e que propõem que a regulação seja desenhada de forma

a não dificultar essa prática (e.g., Angel e McCabe, 2009); e há autores que evidenciam as consequências nefastas da especulação sustentando, em consequência, medidas restritivas e, no limite, a ilegalização dos comportamentos especulativos (e.g., Borna e Lowry, 1987).

A avaliação, do ponto de vista ético, dos comportamentos de especulação desenvolve-se, regra geral, em duas fases. Numa primeira fase procura-se perceber em que medida a especulação se aproxima dos comportamentos de jogo verificados em sociedade. E, numa segunda fase, em função das conclusões obtidas na primeira etapa, procura-se perceber em que medida e de que forma os julgamentos éticos aplicáveis ao jogo podem ser aplicados à especulação. Será essa a nossa abordagem tradicional na ponderação ética do problema.

Devemos então, seguindo esta linha de raciocínio, procurar indagar em que medida a especulação está próxima das práticas de jogo. Foi já referido que a associação entre a especulação nos mercados financeiros e o jogo existe na percepção da opinião pública: não é raro observar a utilização de expressões como “jogar na bolsa”, por exemplo. A associação entre a especulação e os jogos de sorte e azar é também frequente na literatura não-técnica publicada: uma busca simples permite encontrar livros em Português que recomendam que se “aposte na bolsa em tempos de crise” e que mencionam “o jogo da bolsa”; na Língua Inglesa, é igualmente fácil encontrar títulos como “The Trading Game” ou algo semelhante. Esta percepção não se circunscreve, no entanto, à opinião pública.

Na tradição jurídica dos países Anglo-saxónicos, a começar nos EUA, existe uma associação bem estabelecida entre a especulação nos mercados de capitais e o jogo. É esta ligação que está na base de decisões judiciais que não protegem juridicamente contratos especulativos com o argumento de que não são mais do que apostas quanto à evolução futura dos preços, ou seja, não essencialmente diferentes daquelas apostas que se

realizam a propósito das corridas de cavalos ou jogos de cartas (Stout, 1999).

De facto, o paralelismo entre os dois tipos de práticas segue uma tradição bem enraizada no pensamento económico. Dois dos maiores pensadores no campo da Economia e Finanças, Frank Knight e John Maynard Keynes, partilham igualmente essa perspectiva. Para Knight (1935), os decisores económicos nas empresas e nos mercados e os jogadores são guiados pelos mesmos motivos. A competição económica que se desenvolve em qualquer desses planos não tem como objectivo *imediato* a obtenção de uma mais-valia económica, mas antes o reconhecimento do seu sucesso pelos seus pares. De uma forma semelhante, Keynes (1936) compara os mercados financeiros a casinos na medida em que, em ambos os casos, é provável que as decisões sejam motivadas no essencial por julgamentos de curto prazo relativamente às decisões a tomar pelos restantes jogadores/investidores. Para este autor, se um investidor especula que o preço vai subir amanhã, compreende-se que compre hoje a acção ainda que saiba que o está a fazer a um preço superior ao valor fundamental do título. Este tipo de comportamento tem a consequência óbvia de conduzir a uma desconexão entre o preço de mercado e o valor fundamental dos activos.<sup>4</sup>

A ligação entre jogo e especulação continua presente nos autores contemporâneos em Finanças. É o caso, por exemplo, de um dos prémios Nobel da Economia de 2013, Robert Shiller (2015), segundo o qual o advento do jogo e da frequência com que se joga tem um impacto cultural importante e contribui para alterar as atitudes dos indivíduos acerca da assunção do risco em outras áreas tais como a especulação nos mercados de capitais. A prática do jogo suprime algumas das inibições naturais acerca da tomada de risco e é notada a similitude entre alguns contratos

---

<sup>4</sup> A comparação, levada a cabo por Keynes (1936), entre um mercado dominado por especuladores e as actividades de um casino, tornou-se numa das citações mais célebres do autor: «When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done» (p. 102).

de jogo, em particular as lotarias e os mercados financeiros. Depois de se estabelecer o hábito do jogo convencional, é mais natural a transição para uma forma mais sofisticada de “jogo”, a especulação em activos financeiros.

Em termos históricos, o espírito “empreendedor” associado a actividades de elevado risco, como a especulação financeira, tem estado associado a comportamentos de jogo. Existem diversos casos históricos notáveis, pelo menos desde o século XVIII, de ligação entre jogadores e episódios de especulação. Um dos exemplos mais citados é o de John Law, um dos responsáveis pela bolha especulativa da *Mississippi Company* e, ao mesmo tempo, um conhecido jogador de cartas. Mas a relação é mais geral. No início do século XIX nos EUA, diversas formas de jogo surgiram precisamente entre as camadas da população a que se atribui uma mentalidade mais propensa à aceitação do risco. Pelo menos desde essa época, é provável que os mesmos indivíduos sejam jogadores e especuladores financeiros (Galbraith, 1990; Hurt, 2006).

A associação entre as actividades de especulação e de jogo acompanhou o desenvolvimento dos mercados financeiros modernos. Na sequência de uma crise financeira ocorrida nos EUA em 1907, o governador do estado de Nova Iorque, Charles Evans Hughes, encarregou um comité de investigar o sucedido. Uma das principais conclusões apresentadas em 1909 por aquele que ficou conhecido como Comité Hughes era a de que apenas uma pequena parte das transacções realizadas na bolsa de Nova Iorque podia ser relacionada com actividades de investimento. A parte substancial das transacções, dizia o relatório, podia ser caracterizada como sendo simplesmente jogo.

A associação entre, por um lado, alguns dos mais notórios episódios históricos de volatilidade acrescida nos preços e bolhas especulativas e, por outro lado, o recrudescimento das actividades de jogo, está bem estabelecida. O período de maior volatilidade no mercado norte-americano ocorreu entre 1929 e

1933, precisamente o período em que se assistiu a uma muito significativa difusão do jogo (ilegal) relacionado com a chamada “Lei Seca” que vigorou entre 1920 e 1933. O enfraquecimento das barreiras legais ao jogo no final do século passado e a maior disponibilidade e aceitação social do jogo coincidiu, de igual forma, com a chamada “bolha tecnológica” observada no final do século passado. Casos como estes têm vindo a ser assinalados noutros mercados desenvolvidos e também em mercados emergentes.<sup>5</sup>

O desenvolvimento dos *media* e, em particular, a cobertura jornalística permanente que começou a ser dada aos mercados financeiros sobretudo a partir dos anos 90 do século passado, serviu para evidenciar, ainda mais, a relação com o jogo. O mercado de acções começou a ser tratado como um evento desportivo com programas antes do “jogo” se iniciar (abordando as expectativas acerca da sessão prestes a começar), com relatos detalhado ao longo da sessão, e com programas depois do “jogo” para revisão dos principais movimentos ocorridos durante o dia e para preparar os investidores para o dia seguinte.

A relação entre a especulação nos mercados financeiros e o jogo tem sido confirmada por numerosos estudos empíricos recentes. O jogo proporciona excitação e as pessoas que são atraídas por jogos de azar tendem a ter uma maior inclinação pela procura de sensações como as que se relacionam com o investimento em activos financeiros. De facto, as evidências sustentam a ideia de que muitos investidores encontram nos mercados financeiros um valor recreativo semelhante ao que se encontra nos jogos de azar. Por exemplo, Dorn e Sengmueller (2009) concluem que os investidores que gostam de jogar negociam em acções muito mais frequentemente. Grinblatt e Keloharju (2009) corroboram estes resultados mostrando que os investidores com maior excesso de confiança e mais propensos a gostar de

---

<sup>5</sup> Ver, por exemplo, em Shiller (2015), as referências aos casos das bolhas especulativas ocorridas na Formosa e em Itália em 1986-1987.

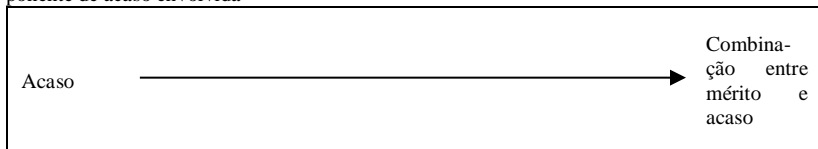
experiências intensas são também os que mais transaccionam. Barber *et al.* (2008) sugerem que os investidores individuais no país estudado (a Formosa) vêem o mercado de acções como uma oportunidade para jogar. Num resultado consistente com esta hipótese, os autores mostram que a introdução da lotaria naquele país em 2002 desviou uma parte dos investidores individuais para o novo jogo. Kumar (2009) constata que a propensão para jogar está correlacionada com as escolhas realizadas pelos agentes nos mercados financeiros. De facto, observa-se que os investidores que mais jogam têm uma maior preferência por acções com características de “lotaria”, ou seja, acções de baixo preço e com um perfil de maior volatilidade e rendibilidades mais assimétricas. Markiewicz e Weber (2013) utilizam dados provenientes de inquéritos e de simulações de investimento para estudar a relação entre comportamentos de jogo e de especulação de muito curto prazo (*day trading*). A conclusão principal é a de que medidas de propensão ao jogo permitem prever a intensidade dos comportamentos especulativos (volumes de transacções, custos de transacção). Os especuladores parecem ser atraídos por novidades e despendem mais tempo a seguir o mercado embora não pareçam ter maiores conhecimentos sobre o mercado face aos restantes investidores. Os seus resultados não são diferentes dos dos restantes investidores pelo que a sua maior remuneração parece advir sobretudo da excitação associada às transacções financeiras e não tanto dos lucros a obter. Lobão e Rolla (2015), numa análise aos mercados de apostas *online*, concluem que os apostadores exibem os enviesamentos cognitivos que são observados igualmente nos investidores dos mercados de capitais. A analogia entre jogadores e investidores foi igualmente evidenciada por Statman (2002) nos planos do excesso de optimismo, das aspirações, da emoção e da capacidade de entretenimento. Por fim, descobertas recentes no campo da Neuroeconomia sugerem que as funções cerebrais que são activadas nas duas actividades – jogo e especulação – são semelhantes. Os


sistemas de recompensa através da busca de prazer verificam-se nos dois casos através da libertação de dopamina e de uma maior actividade cerebral no *nucleus accumbens* (Peterson, 2007). Estes estudos sugerem que os benefícios não-pecuniários das transacções são importantes para compreender o comportamento dos investidores.

Por todos os motivos expostos, parece ser seguro afirmar que existe uma relação próxima, e em diversas vertentes, entre o jogo e os comportamentos de especulação nos mercados financeiros.

Alguns autores, como Angel e McCabe (2009) por exemplo, tentam distinguir as duas práticas com o argumento de que um especulador tem alguma razão plausível – pelo menos plausível para o próprio especulador – para esperar obter um resultado positivo enquanto que com um jogador isso não acontece. Esta alegação não parece fazer muito sentido. Por um lado, como estes últimos autores reconhecem, existem jogos cujo desfecho depende, em parte, das capacidades dos jogadores. Os resultados de alguns jogos de cartas como o póquer ou como as corridas de cavalos dependem, em parte, do conhecimento que os jogadores têm, pelo que esses resultados tenderão a estar positivamente correlacionados com as capacidades dos intervenientes. Em consequência, em vez de se considerar o jogo e a especulação como actividades essencialmente diferentes, é possível organizar os diversos tipos de jogo e as intervenções no mercado de capitais num *continuum* de acordo com as componentes de acaso e de mérito envolvidas. É precisamente essa organização que se apresenta a seguir, na figura 1:

Figura 1: Actividades de jogo e de intervenção nos mercados de capitais de acordo com a componente de acaso envolvida



Jogos de acaso puro	Vinte-e-um (jogo de cartas)	Especulação	Póquer	Apostas desportivas	<i>Insider trading</i>	Investimento de longo prazo
Maior valor de entretenimento 						Menor valor de entretenimento

Fonte: adaptado de Hurt (2006).

Como se pode ver, os universos do jogo e da especulação financeira sobrepõem-se em grande medida. Num dos extremos do espectro, apenas o acaso determina os resultados do jogo. Os exemplos, neste caso, incluem jogos como a lotaria ou jogos de casino como a roleta ou *slot machines*. No outro extremo do espectro, o jogador/investidor controla o resultado num maior grau. Assim, em face das diferentes modalidades de jogo, resulta evidente que jogadores mais capazes (ou experientes) podem, realisticamente, esperar lucrar com o jogo.

Por outro lado, pode-se afirmar, de forma análoga, que um investidor experiente ou com um conhecimento profundo dos mercados financeiros pode ter expectativas fundadas de obter resultados positivos à custa dos investidores menos capazes. A evidência empírica sustenta que os investidores com capacidades cognitivas mais desenvolvidas lucram no mercado em prejuízo dos restantes investidores (e.g., Barber e Odean, 2000, 2001; Barber *et al.*, 2008; Grinblatt e Keloharju, 2009; Korniotis e Kumar, 2013). O ponto é que as duas categorias de intervenientes – jogadores e especuladores – podem ser equiparados no que diz respeito às suas expectativas. E tanto num caso como noutro, a decisão dos jogadores/investidores menos capacitados para intervir no jogo/mercado pode ser compreendida se nos dermos conta de que se tratam de agentes com excesso de confiança que se encontram a decidir numa situação de incerteza.

Em qualquer caso, o estereótipo do especulador enquanto jogador parece ser bem sustentado.



Sendo evidente a relação entre especulação e jogo, interessa agora discutir o segundo dos pontos a que aludimos anteriormente. Que avaliações éticas atinentes ao jogo podem ser aplicáveis à especulação?

A investigação produzida pelos especialistas no domínio da Ética permitem apresentar algumas respostas a essa questão. Para um primeiro grupo de autores, a avaliação ética do jogo e também da especulação, é neutra. O principal argumento é o de que os indivíduos têm a liberdade de dispor dos seus bens da forma que lhes aprouver desde que tal não implique uma incapacidade para cumprir as suas responsabilidades para com terceiros. Esta linha de raciocínio tem sido, todavia, rebatida na base de que se está a fazer depender a validade ética de um acto não das características do acto *em si* mas antes dos resultados obtidos e das capacidades financeiras dos indivíduos que o praticam. Se os indivíduos têm recursos para suportar perdas ou registam ganhos, o acto será eticamente aceitável; se não têm esses recursos ou se sofrem perdas, o acto será eticamente reprovável.

Em razão deste debate, alguns autores têm procurado analisar o jogo (e também a especulação enquanto jogo) pelos seus próprios méritos, independentemente dos intervenientes ou dos resultados obtidos. Ao afastarem a avaliação ética das consequências da especulação, estes autores afastaram-se igualmente, e muito, da troca de argumentos observada no âmbito da Ciência Económica sobre estes assuntos, argumentos esses que se sustentam, no essencial, precisamente sobre as consequências da especulação.

Assim, um outro grupo de autores conclui que quer o jogo quer a especulação são actividades eticamente condenáveis *em si*. São-no porque absorvem tempo, energias e capitais numa actividade inútil que desvia esses recursos de actividades produtivas. Ao distrair os agentes com a perspectiva illusória da riqueza, essas práticas desencorajam a poupança e o espírito empreendedor; os indivíduos tornam-se insensatos, passam a

ignorar as probabilidades de ganhos e perdas e tornam-se dependentes do acaso. No pior dos casos, podem desenvolver-se comportamentos aditivos no jogo e na especulação financeira. No dizer de Ryan (1902), um dos autores que se debruçou sobre esta questão no início do século XX, a especulação, tal como o jogo, prejudica os próprios especuladores na medida em que os torna vítimas da avareza; instila um sentimento negativo para com os restantes participantes de mercado dado que o especulador almeja lucrar à sua custa; e, por último, provoca dano à sociedade em geral por desviar recursos que, de outra forma, poderiam ser usados para proveito do público em geral.

O jogo e a especulação têm sido atacados noutras perspectivas. Alguns autores, na linha do pensamento clássico dos primeiros defensores do Capitalismo, consideram que esses comportamentos, ao colocarem os indivíduos na dependência de um acaso que não controlam (pelo menos no caso dos “jogos de puro acaso”), contrariam os princípios do Capitalismo enquanto sistema que deve, ao invés, ser baseado na racionalidade, prudência, poupança, disciplina, sentido do dever (Hurt, 2006). Segundo a doutrina social da Igreja, os comportamentos de jogo e especulação colocam em risco a propriedade; ora, os indivíduos não são livres de dispor dessa propriedade independentemente das consequências dos seus actos. Sobre essa propriedade, lê-se na encíclica *Laborem Exercens*, impende uma “hipoteca social” na medida em que tais bens – mesmo sendo de propriedade privada – devem ser colocados ao serviço da comunidade. Como já se disse, a apreciação ética negativa sobre a especulação tem também sustentação na doutrina produzida pelos juízes no sistema Anglo-saxónico: os especuladores são vistos como não-produtivos, vivendo à custa do trabalho dos restantes indivíduos e sem nada contribuir para a comunidade (Stout, 1999).

Em consequência, tanto o jogo como a especulação são encarados, por estes autores, no mínimo, como comportamentos eticamente questionáveis.

Um outro aspecto a abordar na relação entre o jogo e a especulação financeira tem a ver com o valor de entretenimento das duas práticas. Cada uma das actividades do espectro representado na figura 1 acima proporciona um valor recreativo para o participante. Apesar da subjectividade inerente à avaliação da utilidade recreativa de cada uma das actividades, em geral esse valor é maior nas actividades situadas à esquerda do espectro. Este valor lúdico é importante na medida em que constitui, na prática, um dos poucos benefícios sociais que se pode alegar existir no jogo e na especulação financeira. Neste sentido, em vez de se despende dinheiro na compra de um bilhete de cinema ou de um espectáculo musical, um indivíduo pode tomar a decisão de gastar o dinheiro num casino ou na especulação financeira.

Mas existe uma razão adicional para valorizar os resultados do jogo e da especulação financeira. O argumento é o de que uma aposta relativamente reduzida, ainda que com uma baixa probabilidade de ganho, pode ter uma utilidade positiva para o agente. A aposta pode ser entendida como sendo reduzida na medida em que não representa uma alteração nos padrões de vida do agente. O resultado obtido, no entanto, pode representar uma alteração positiva (e potencialmente muito significativa) nesse padrão de vida. Por conseguinte, o valor esperado de uma aposta, não obstante a excessivamente reduzida probabilidade de alteração no padrão de vida, pode ser superior ao baixo preço que é necessário suportar para a concretizar. A transacção de acções e o jogo poderiam ser assim encarados como o reflexo de uma esperança de rápida ascensão social. Essa pode constituir uma justificação óbvia para os apostadores comprarem bilhetes de lotaria – têm um custo baixo, uma muito reduzida probabilidade de ganho e um prémio de valor muito elevado. Mas o mesmo raciocínio é aplicável aos especuladores: verifica-se que estes têm uma preferência marcada por acções do tipo *jackpot*, isto é, acções com uma maior probabilidade de produzirem

retornos extremamente positivos. E, da mesma forma que na esmagadora maioria dos casos não se obtém o prémio da lotaria, observam-se em média as acções do tipo *jackpot* registam rendibilidades muito baixas (Gabaldon, 2001; Barber *et al.*, 2008; Conrad *et al.*, 2014).

Por último, a especulação pode estar relacionada com a manipulação dos preços. Quando o especulador, que lucra com a diferença entre os preços de transacção, tem poder suficiente para fazer mover os preços, existem incentivos para usar esse poder. Ao colocar em causa a integridade do mercado, essa especulação com efeitos manipulatórios não pode deixar de ser alvo de um juízo ético negativo.<sup>6</sup>

## 5. CONCLUSÃO

Os comportamentos de especulação nos mercados de capitais têm sido associados àqueles investidores cuja actuação é guiada pela diferença entre os preços em vigor e a expectativa quanto aos preços futuros.

A abordagem mais pragmática aos mercados de capitais adoptada por alguns dos economistas mais influentes no pensamento em Finanças – a começar por Keynes, ele próprio um investidor no mercado de acções – encontrou eco na preocupação das entidades judiciais e dos próprios reguladores com a temática da especulação. A constatação dos pontos de contacto entre a especulação e os comportamentos de jogo enquanto actividades improdutivas e potencialmente danosas do ponto de vista social vem de longe.

Da análise levada ao cabo ao longo deste artigo, parece ser então lícito concluir que existem diversas razões para sustentar que o jogo e a especulação financeira são actividades com implicações éticas similares. Nesta medida, pode-se argumentar

---

<sup>6</sup> Ver, por exemplo, Ryan (1902). Ver ainda Griffin *et al.* (2011) acerca da actuação dos *hedge funds* no caso da bolha tecnológica dos EUA.

que devem ter uma regulação semelhante. Apesar dos problemas éticos que levantam, existem também, como vimos, factores positivos a considerar. Por isso, não parece ser razoável a posição de que ambas as actividades devam ser pura e simplesmente proibidas, conforme é defendido por alguns autores.

O jogo é uma prática fortemente regulada pelas autoridades públicas e sobre ela incidem taxas elevadas. Atendendo à similitude com a especulação, é defensável para alguns autores que o mesmo tipo de medidas públicas que desincentivam o acesso dos indivíduos ao jogo deva ser aplicado às transacções de curto prazo nos mercados financeiros. Entre essas medidas incluem-se, entre outras, a proibição de transacções nos casos em que a componente especulativa é mais significativa, o aumento dos controlos no licenciamento dos intermediários financeiros, a imposição de restrições acerca do momento e dos mercados em que as transacções especulativas podem ocorrer, a imposição de restrições no acesso dos investidores menos qualificados a instrumentos especulativos, as limitações nas possibilidades de concessão de crédito para transacções especulativas, a regulação da publicidade nos serviços prestados pelos intermediários financeiros, medidas de taxaço dos proventos gerados com a especulação ou o aumento da literacia financeira dos investidores.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Angel, J.J. e D.M. McCabe (2009), “The Ethics of Speculation.”  
*Journal of Business Ethics* 90, pp. 277-86.

Barber, B.M. e T. Odean (2000), “Trading is Hazardous to Your

- Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.” *Journal of Finance* 55, pp. 773–806.
- Barber, B.M. e T. Odean (2001), “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.” *Quarterly Journal of Economics* 1, pp. 262-92.
- Barber, B.M., Y. Lee, Y. Liu e T. Odean (2008), “Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?” *Review of Financial Studies* 22, pp. 609-32.
- Black, F. (1986), “Noise.” *Journal of Finance* 41, pp. 529-43.
- Borna, S. e J. Lowry (1987), “Gambling and Speculation.” *Journal of Business Ethics* 6, pp. 219-24.
- Conrad, J.; N. Kapadia e Y. Xing (2014), “Death and jackpot: Why do individual investors hold overpriced stocks?” *Journal of Financial Economics* 113, pp. 455-75.
- Dorn, D. e P. Sengmueller (2009), “Trading as entertainment?” *Management Science* 55, pp. 591–603.
- Duruigbo, E. (2011), “Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia.” *Kentucky Law Journal* 100, pp. 531-84.
- French, K. (2008), “Presidential Address: The Cost of Active Investing.” *Journal of Finance* 63, pp. 1537-73.
- Gabaldon, T.A. (2001), “John Law, with a Tulip, in the South Seas: Gambling and the Regulation of Euphoric Market Transactions.” *Journal of Corporation Law* 26, pp. 225-84.
- Galbraith, J.K. (1990), *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books.
- Griffin, J.M., J.H. Harris, T. Shu e S. Topaloglu (2011), “Who Drove and Burst the Tech Bubble?” *Journal of Finance* 66, pp. 1251-90.
- Grinblatt, M. e M. Keloharju (2009), “Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity.” *Journal of Finance* 64, pp. 549-76.

- Hurt, C. (2006), “Regulating Public Morals and Private Markets: Online Securities Trading, Internet Gambling, and the Speculation Paradox.” *Boston University Law Review* 86, pp. 371-441.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt, Brace & World.
- Knight, F. (1935), *The Ethics of Competition and Other Essays*, Books for Libraries Press.
- Korniotis, G.M. e A. Kumar (2013), “Do Portfolio Distortions Reflect Superior Information or Psychological Biases?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, pp. 1-45.
- Kumar, A. (2009), “Who gambles in the stock market?” *Journal of Finance* 64, pp. 1889-933.
- Lobão, J. e N. Rolla (2015), “Um outro olhar sobre a eficiência dos mercados: o caso das bolsas de apostas de ténis.” *RAE – Revista de Administração de Empresas* 55, pp. 418-31.
- Markiewicz, K. e E.U. Weber (2013), “DOSPERT’s Gambling Risk-Taking Propensity Scale Predicts Excessive Stock Trading.” *Journal of Behavioral Finance* 14, pp. 65-78.
- Peterson, R.J. (2007), “Affect and Financial Decision-Making: How Neuroscience Can Inform Market Participants.” *Journal of Behavioral Finance* 8, pp. 70-78.
- Repetti, J.R. (1989), “The Use of Tax Law to Stabilize the Stock Market: The Efficacy of Holding Period Requirements.” *Virginia Tax Review* 8, pp. 591-637.
- Ryan, J.A. (1902), “The Ethics of Speculation.” *International Journal of Ethics* 12, pp. 335-47.
- Shiller, R.J. (2015), *Irrational Exuberance*, 3<sup>a</sup>. edição, Princeton University Press, New Jersey.
- Shleifer, A. e L.H. Summers (1990), “The Noise Trader Approach to Finance.” *Journal of Economic Perspectives* 4, pp. 19-33.

- Statman, M. (2002), "Lottery players/stock traders." *Financial Analysts Journal* 58, pp. 14-21.
- Stiglitz, J.E. (1989), "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading." *Journal of Financial Services Research* 3, pp. 101-15.
- Stout, L.A. (1988), "The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation." *Michigan Law Review* 87, pp. 613-709.
- Stout, L.A. (1995), "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation." *Virginia Law Review* 81, pp. 611-712.
- Stout, L.A. (1999), "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives." *Duke Law Journal* 48, pp. 701-86.
- Summers, L.H. e V.P. Summers (1989), "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case For a Securities Transactions Tax." *Journal of Financial Services Research* 3, pp. 261-86.
- Tobin, J. (1978), "A proposal for international monetary reform." *Eastern Economic Journal* 4, pp. 153-9.