



PUC-SP



Por Que (Não) Ler os Clássicos? Uma Crítica ao *Mainstream* dos Estudos em Estratégia e Finanças

Why (Not) to Read the Classics? A Critical to the Mainstream of Studies on Strategy and Finance

Evandro Rodrigues de Faria¹
Marco Aurélio de Souza Mendes²
Márcio Augusto Gonçalves³

Resumo

Este ensaio tem por objetivo apresentar uma crítica à visão funcionalista no ensino em finanças e estratégia. Os principais pressupostos da Moderna Teoria em Finanças e das Escolas de Estratégia baseada em Modelos Preditivos são apresentados, discutidos e criticados. Apresentamos aqui um contraponto a esta visão linear do ensino através de uma análise crítica ao *mainstream* de finanças e estratégia. Advogamos a necessidade de uma pluralidade pedagógica, onde fossem ensinadas as várias correntes, com o objetivo de formar acadêmicos e profissionais com maior espírito crítico e mais preparados para responderem aos desafios complexos que se colocam no campo das finanças e estratégias nas organizações. Finalmente, destacamos que os clássicos devem ser lidos, mas não de forma clássica e sim a partir de uma visão crítica.

Palavras-chave: Finanças, Administração Estratégica, Paradigmas.

Abstract

This essay aims to present a critique of the functionalist view on education in finance and strategy. The main assumptions of the Modern Theory of Finance and Scholl of Strategy Based on Predictive Models are presented, discussed and criticized. Here are a counterpoint to this linear view of teaching through a critical analysis of the mainstream in finance and strategy. We advocate the need for a plurality pedagogical, where they were taught the various chains, with the goal of training students and professionals more critical and more prepared to respond to the complex challenges that arise in the field of finance and strategy in organizations. Finally, we emphasize that the classics should be read, but from a critical view.

Keyword: Finance, Strategic Management, Paradigms.

¹ evandrozd@hotmail.com, Brasil. Professor da Universidade Federal de Viçosa – UFV. Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Av. P. H. Rolfs, s/n, Campus Universitário, CEP: 36570-000 - Viçosa, MG – Brasil.

² marcomendes2011@yahoo.com.br, Brasil. Professor da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais – PUC Minas. Doutorando em Administração na Universidade Federal de Minas – UFMG. Av. Francisco Salles, 1463 – Cj. 705, Santa Efigênia, CEP: 30150-221 - Belo Horizonte, MG – Brasil.

³ marciouk@yahoo.com, Brasil. Professor da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Doutor em Administração pela *Aston University* (Grã-Bretanha). Av. Antônio Carlos, 6627 FACE, gabinete 4046, Pampulha, CEP: 31270-901 - Belo Horizonte, MG – Brasil.

Recebido em 21.09.2012

Aprovado em 17.09.2015



Introdução

Os ensinamentos nas áreas de finanças e administração estratégica têm sido historicamente orientados a modelos advindos primordialmente da visão funcionalista. Este monismo pedagógico é potencialmente perigoso, pois forma estudantes e pesquisadores lineares, i.e., pessoas com uma única, míope e viciada visão das áreas de finanças e estratégia. Esta visão linear é também limitante por ignorar que as áreas de finanças e estratégia possuem uma forte influência comportamental, onde aspectos diversos tais como as relações de poder, elementos culturais, elementos ideológicos bem como complexas influências subjetivas e intersubjetivas. Todas estas influências podem modificar os resultados financeiros e de formação de estratégia dentro das organizações, estruturadas a partir de uma complexa rede de relações sociais e da estruturação organizacional e, portanto não podem ser ignoradas.

Neste contexto, os pressupostos da Moderna Teoria em Finanças e das Escolas de Estratégia baseada em Modelos Preditivos são apresentados e discutidos. Algumas das suas falácias e incoerências são analisadas à luz de uma visão crítica. O ensaio apresenta também um contraponto a esta visão linear do ensino através de uma análise crítica ao *mainstream* de finanças e estratégia. Nas finanças, este contraponto será apresentado pela visão alternativa das finanças comportamentais. Na área de estratégia, este contraponto será apresentado pela visão alternativa da escola da estratégia descritiva e da escola da estratégia como prática.

Acreditamos o contraponto apresentado, como crítica aos clássicos em finanças e estratégia, busca gerar uma pequena contribuição no sentido de justificar uma agenda mais plural de ensino em administração. O benefício se dá de três formas: (1) a descoberta, pelos alunos, de ideias originais que se contrapõe aos modelos clássicos; (2) uma melhoria do entendimento dos modelos clássicos e (3) a criação de novos modelos que, como em uma dialética hegeliana, propõe uma superação e síntese entre dois objetos aparentemente dialéticos.

No próximo capítulo iremos discutir a moderna teoria de finanças, que é considerada o “clássico” neste tema.

O objetivo é apresentar as inconsistências desta teoria devido ao seu caráter funcionalista e linear. Assim, faremos uma análise à luz das finanças comportamentais, é

que uma corrente teórica alternativa neste campo. Ela propõe uma aproximação das finanças com o paradigma interpretativo, criticando pressupostos básicos da moderna teoria de finanças, principalmente aqueles que defendem que os investidores são racionais e possuem as mesmas expectativas.

Contrapondo o *Mainstream* nas Finanças

Essa rica discussão entre a Moderna Teoria de Finanças e as Finanças Comportamentais compõe um movimento teórico forte que coloca a finanças em cheque. O principal desafio das finanças passa a ser discutir se a finanças deve buscar manter o “status quo”, considerando o este enfoque atual, embora simplificador, o mais adequado? Deve-se privilegiar a antítese que são as finanças comportamentais? Este debate sinaliza o início de uma possível síntese, isto é, uma futura conjugação de elementos de ambas as teorias? Ou é impossível reuni-las já que partem de ontologias completamente diferentes.

Sabedores que não somos capazes de responder estes questionamentos, nosso ensaio teórico buscará dar um passo inicial a estas discussões, demonstrando que é necessário rever o ensino de finanças no Brasil, pois nossas escolas se preocupam apenas em considerá-la linear, generalizável e positivista, sem mostrar que existe uma corrente que discute as inconsistências deste modelo através de uma base teórica sólida que demonstra que o ser humano não é o *homo economicus* descrito nos primórdios da administração e sim seres complexos que tomam decisões baseadas em fatos completamente distintos uns dos outros, já que estes carregam consigo histórias, características, cultura e identidade completamente diferentes uns dos outros.

O Advento das Finanças Modernas e sua Aproximação com o Paradigma Funcionalista

Segundo Iaquipaza (2009) a literatura de finanças antes dos anos 50 era, em grande parte, descritiva e detalhada no conteúdo institucional. Nos anos cinquenta, mudanças fundamentais começaram a aparecer, contribuindo para que as finanças modernas desenvolvessem um arcabouço teórico formalizado.

McGoun (1992) afirma que a publicação dos artigos Markowitz (1952) e de Modigliani e Miller (1958) foram primordiais para a mudança de paradigma no campo



acadêmico dessa área, tendo provocado uma revolução acadêmica na economia financeira. Passou-se a utilizar processos de simplificação, matematização e modelagem, tendo um profundo impacto no modo como os economistas financeiros têm procedido até hoje.

Os fundamentos sobre os quais a moderna teoria financeira foi desenvolvida foram importados da teoria econômica neoclássica, que assume como racional o comportamento dos indivíduos. Ouve uma mudança de visão do indivíduo, já que os investidores deixarão de ser considerados “normais” para serem chamados de “racionais”.

Os teóricos assumiram os pressupostos do paradigma funcionalista, tendo uma aproximação com os métodos das ciências naturais arraigada na tradição do positivismo de Durkheim. O mundo de finanças passou a ser tratado, então, como um lugar de realidade concreta; o indivíduo é considerado um agente passivo um papel passivo, ou seja, o seu comportamento é determinado pelo ambiente econômico. Os economistas financeiros argumentam que para ser considerada ciência, as ciências sociais devem se aproximar da ciência “pura” (a física), construindo modelos que simplifiquem a realidade, tornando-a capaz de ser generalizada.

Segundo Ardalan (2004), a partir de então, as finanças modernas passaram a proceder como se houvesse um comportamento financeiro externo e testar empiricamente declarações teóricas considerando tal comportamento financeiro para determinar a sua “verdade”.

Assim, diversos estudos foram desenvolvidos construindo um vasto campo de teorias e hipóteses, a partir desse alicerce que considera um mundo formado por agentes capazes de tomar suas decisões com uma racionalidade ilimitada, estruturada em consonância com a Teoria da Utilidade Esperada (KAHNEMAN, TVERSKY, 1981).

Assim, a moderna teoria financeira busca assemelhar-se às ciências naturais, tornando-se mais normativa, universal e exata.

Principais Clássicos das Finanças Moderna



O começo da moderna teoria financeira foi marcado pelas contribuições feitas por Markowitz (1952), Modigliani e Miller (1958; 1961), Sharpe (1964), Ross (1976) e Fama (1970; 1991).

Harry Markowitz (1952) foi o precursor da moderna teoria de Finanças, ao apresentar, pela primeira vez, os conceitos de risco e retorno. Essa identificação de retorno e risco através de média e variância é bastante utilizada por profissionais de finanças. Markowitz foi o precursor da utilização da álgebra de matemática estatística nos estudos de seleção de carteiras.

Alguns anos depois, Sharpe (1964) e outros iniciam a criação do modelo CAPM, imaginando um mundo no qual todo o investidor utiliza a teoria da seleção de carteiras de Markowitz através da média e variância. Sharpe supõe também que os investidores compartilham dos mesmos retornos esperados, variâncias e covariâncias. Mas ele não assume que todo investidor possui o mesmo grau de aversão ao risco. Assim, os investidores sempre vão poder reduzir o grau de risco, à medida que sejam tomadores de parcelas maiores de ativos livres de risco, junto com a combinação de carteiras de ativo de risco. O realismo (ou a falta de realismo) das suposições subjacentes ao CAPM não foi objeto de debates, pois dentro do campo das finanças adotou-se a visão positivista de Friedman: o que conta não é a precisão das suposições mas as predições do modelo.

Outro artigo clássico é Ross (1976) que sugeriu o modelo *Arbitrage Pricing Theory* (APT) como uma alternativa ao CAPM, em virtude da dificuldade em se encontrar evidências empíricas para a comprovação do CAPM. O APT tem duas grandes vantagens frente ao CAPM, sendo elas a exigência de hipóteses menos restritivas para as preferências dos investidores perante risco e retorno e a facilidade com que o modelo pode ser testado empiricamente.

Assim, o modelo supõe a não existência de arbitragem e, com isso, coloca-se como uma alternativa ao CAPM, na tentativa de melhor explicar uma relação linear entre os retornos dos ativos e seu respectivo risco.

Outro clássico das finanças modernas é Fama (1970; 1991) que desenvolveu a hipótese da eficiência de mercado. Esta teoria, intimamente ligada ao modelo anterior, se refere à hipótese de mercados eficientes. Afirma-se que não há uma simples regra, baseada nos dados e informações publicamente disponíveis, que possa gerar ganhos



extraordinários aos investidores; e que os preços das ações se comportam aleatoriamente (*random walk*). Vários foram os trabalhos empíricos que não comprovaram esta hipótese, contudo, ela ainda é muito utilizada no campo das finanças.

Modigliani e Miller (1958; 1961) foram outros pilares sobre os quais a moderna teoria de Finanças se baseia quanto à estrutura de capital, com a publicação do seu primeiro artigo sobre custo de capital, finanças corporativas e teoria de investimentos.

Tanto as proposições de M&M como o CAPM e a hipótese de eficiência de mercado tratam do equilíbrio no mercado de capitais e de quais forças atuam quando este equilíbrio é perturbado.

Segundo Saito *et al.* (2008) M&M foram submetidos a severas críticas nos anos subsequentes à publicação de seu artigo. Essas críticas podem ser divididas em dois grupos: 1) aquelas que apontavam um equívoco dos autores no artigo original ao afirmarem que o processo de arbitragem forçaria a equivalência dos valores das empresas mesmo sob existência de impostos; e 2) aquelas que refutavam seus resultados baseadas na inverossimilhança dos pressupostos necessários para alcançá-los.

O primeiro grupo de críticas estava correto, e, em 1963, os autores publicaram uma correção ao seu artigo original, reconhecendo seu equívoco (MODIGLIANI e MILLER, 1963). Na verdade, mesmo a errata de 1963 ainda continha alguns resultados equivocados (como a utilização da taxa livre de risco para avaliação do valor das empresas). Essas incorreções viriam a ser definitivamente resolvidas em Miller (1977).

Todos estes artigos clássicos têm em comum um forte apelo positivista e são construídos em cima de derivações matemáticas. Eles partem da premissa que todos os agentes são racionais e em pressupostos que fogem da realidade, como todos os investidores possuem expectativas homogêneas, todos possuem acesso às mesmas informações, não existem custos de transação, não existe assimetria de informações, inexistência de impostos (com exceção de Modigliani e Miller (1963), entre outros. Contudo, estes trabalhos “clássicos”, mesmo que distantes da realidade, ainda constituem o *mainstream* das finanças.

A maior crítica as finanças modernas é o fato de que essas teorias são embasadas na ideia de racionalidade ilimitada dos agentes econômicos. Conforme esse pressuposto, o ser humano, ao tomar suas decisões, é capaz de analisar todas as informações



disponíveis e considerar todas as hipóteses existentes. O conhecimento em Finanças, então, passou a ser construído, basicamente, considerando-se essa premissa que viria a se tornar um paradigma na área.

Outra vertente polêmica da corrente que defende a tomada de decisão por um processo baseado estritamente em aspectos racionais é a Teoria da Utilidade Esperada (EUT). Conforme esta teoria, os tomadores de decisão associam valores de uma quantidade abstrata, conhecida por utilidade, aos fatores ou valores monetários envolvidos no processo. Com isso, multiplica-se cada utilidade associada ao valor pela probabilidade de ocorrência de estado final e somam-se todos esses produtos, chegando-se a um resultado, a chamada Utilidade Esperada. Seguindo o Princípio da Racionalidade, o tomador de decisão sempre optará pela opção que implica maior Utilidade Esperada (BEKMAN E COSTA, 1995).

Contudo, alguns pesquisadores começaram a criticar a EUT pela constatação de que, na prática, havia evidências de que tal teoria não se aplica perfeitamente como descrita. Katona (1975) defende que os seres humanos não são completamente racionais no que tange a processos decisórios, pois são influenciados por experiências passadas, atitudes e hábitos.

A moderna teoria de finanças falha por ter sido desenvolvida considerando-se unicamente o comportamento racional, sem admitir possíveis aspectos psicológicos inerentes ao ser humano.

Mramor e Lonèarski (2002) indicam que, com o tempo, surge a pergunta sobre a utilidade da moderna teoria financeira. Os pesquisadores começaram a olhar suas suposições para descobrir o óbvio: as mesmas não estavam contidas na realidade. A partir de então, começou a emergir uma “nova” aproximação nas finanças, onde o comportamento humano deveria ser analisado. Surgiram assim, as finanças comportamentais.

Contrapondo as Finanças Modernas: O Advento das Finanças Comportamentais

Os estudos relacionados às finanças comportamentais foram incorporados ao contexto de finanças nas últimas décadas em decorrência das anomalias irracionais



produzidas pelas crises financeiras que não conseguiram ser explicadas pelo Modelo Moderno de Finanças (HAUGEN, 1999).

Os fundamentos das finanças comportamentais encontram-se centrados decisivamente nos trabalhos de dois psicólogos e docentes israelenses: Amos Tversky e Daniel Kahneman. Mesmo não sendo economista, Daniel Kahneman foi congratulado com o Prêmio Nobel de Economia no ano de 2002.

Os trabalhos destes dois psicólogos compreendendo os anos de 1974 e 1979 representam a base teórica para a análise do comportamento de investidores, tendo um papel fundamental para o início do desenvolvimento das finanças comportamentais.

As teorias surgidas a partir do trabalho de Kahneman e Tversky (1974; 1979) contrastavam com as bases das Finanças Modernas tradicionais, motivo pelo qual não foram bem recebidas no ambiente acadêmico, inicialmente. Contudo, após diversos estudos acadêmicos aderirem esta nova forma de percepção do mundo financeiro, vários pesquisadores passaram a questionar a perfeita racionalidade dos agentes, indicando vieses comportamentais quando da tomada de decisões.

Este grupo ganhou força e sustentabilidade com os trabalhos realizados pelo economista Richard Thaler, o qual se opôs na vanguarda de um grupo de economistas acadêmicos reagindo à falhas do modelo racional, inaugurando o novo campo de estudos das finanças comportamentais (BERNSTEIN, 1997).

Segundo Thaler (1999) torna-se possível enriquecer o entendimento do funcionamento do mercado financeiro adicionando a compreensão do elemento humano. Descobrir, estudar e demonstrar aos investidores quando estes motivos os podem prejudicar é o principal objetivo das finanças comportamentais.

A partir destas ideias iniciais, surgiram várias correntes e teorias dentro do campo das finanças comportamentais, contudo não abordaremos todas elas. Nosso foco será nas correntes que julgamos serem as que melhores contrapõem os clássicos das finanças modernas, conforme os tópicos a seguir.

Critica à Racionalidade dos Agentes: Heurística

O conceito de heurística foi desenvolvido por Simon, que sublinha a importância de considerar as limitações cognitivas nas teorias sobre a tomada de decisões (THALER,

1993). Heurística, segundo ele, significa “estratégias não sistemáticas de pensamento, tipo informal, aproximações práticas, ou ainda estratégias gerais de entendimento da situação, não relacionadas aos algoritmos exatos de resolução de problemas” (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008). Isso quer dizer que o processo de tomada de decisão é fundamentado por julgamentos baseados na memória do indivíduo e em vieses comportamentais como efeito disposição e excesso de otimismo.

Os vieses cognitivos são erros sistemáticos de julgamento, ou melhor, são erros mentais causados por simplificação da estratégia de processamento da informação, que ocasionam muitas vezes uma distorção na maneira como os indivíduos percebem a realidade (ZINDEL, 2007).

Tversky e Kahneman (1974) narram três tipos de heurística: representatividade; disponibilidade; ancoragem e ajustamento.

A heurística da representatividade é a avaliação que o indivíduo faz baseado em experiências passadas, estereótipo e/ ou modelos mentais de aproximação. Uma das pesquisas realizadas por Tversky e Kahneman (1974) demonstra isso. Eles apresentaram a um grupo a seguinte situação:

Linda tem 31 anos, solteira, ativa bem falante e muito inteligente. Ela se formou em filosofia e, como estudante, se preocupava bastante com questões ligadas a discriminação e justiça social, além de participar de passeatas e movimentos por direitos políticos e civis. (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Após a leitura, o grupo deveria optar entre as opções referentes à atividade de Linda: a) Linda é caixa de um banco; ou b) Linda é caixa de um banco e feminista.

A maioria das pessoas optou pela segunda opção. Uma resposta racional e ótima seguiria princípios estatísticos que ditam que a probabilidade de ocorrência de dois eventos simultâneos (opção b) não é maior que a probabilidade de ocorrência de um evento (opção a). Assim, caso todos fossem racionais, eles deveriam optar pela resposta a.

A heurística da disponibilidade diz que as ocorrências disponíveis na memória das pessoas compõem um importante critério de julgamento da probabilidade de que um evento ocorra. Os acontecimentos de maiores impactos não são necessariamente relacionados com a real frequência do evento, mas

normalmente aqueles que as pessoas consideram mais prováveis de ocorrer (BARBEDO; CAMILO-DA-SILVA, 2008).

Em uma pesquisa de opinião Lichtenstein *et al* (2008) pediram que as pessoas apontassem as causas mais comuns de morte. As respostas mais frequentes foram as divulgadas nos meios de comunicação. Esse viés é mais um exemplo de que o comportamento humano muitas vezes não se encaixa no modelo racional.

A heurística da disponibilidade ocorre porque as pessoas têm uma forte tendência a concentrar sua atenção em um fato particular ao invés da situação completa, somente porque este fato particular está mais presente em sua mente (BRABAZON, 2000).

A heurística da ancoragem e ajustamento é uma ferramenta utilizada pelo cérebro para resolver problemas complexos pela seleção inicial de uma estimativa quantitativa que vai sendo vagarosamente ajustadas às respostas corretas à medida que vai recebendo novas informações. Entretanto, segundo Kahneman e Tversky (1974) “Tais ajustes são tipicamente insuficientes”.

A tendência à ancoragem pode fazer com que os investidores marquem uma determinada âncora mental para comprar ou vender uma ação. Esta âncora pode ser um preço atingido em determinada época, uma venda ou compra anterior ou uma previsão de algum analista. Formada a âncora, os investidores tendem a dar pouco valor a novas informações, mesmo que estas alterem o perfil da empresa (FULLER, 1998).

A heurística demonstra que existem vários fatores, não racionais, que afetam a decisão de uma pessoa. Ela embasa grande parte das críticas ao pressuposto de racionalidade ilimitada da moderna teoria de finanças, sendo um forte argumento contra todos os modelos que vieram a seguir, já que seu preceito principal não é válido.

Crítica à Teoria da Utilidade: Efeito Disposição e Teoria do Prospecto

Como preconizam Kahneman e Tversky (1979), a Teoria da Utilidade Esperada não descreve com exatidão como os investidores avaliam as opções de escolha em condições de risco, notadamente quando se fala em decisões que



envolvam perdas. Assim, Kahneman (2003) estabelece a relação da psicologia das crenças intuitivas e das escolhas, em função da racionalidade limitada. Ainda, os autores criticam a Teoria da Utilidade Esperada como um modelo normativo de escolha racional e um modelo descritivo de tomada de decisão sob-risco e apresenta um modelo alternativo a essa teoria, chamado de Teoria do Prospecto.

Esta teoria está baseada na crítica à Teoria da Utilidade Esperada, pois analisa cada princípio e indica a violação dos mesmos por parte dos tomadores de decisões. A Teoria da Utilidade Esperada fundamenta-se em três princípios: valor esperado (em termos probabilísticos); integração de recursos (utilidade esperada de seus recursos) e por último, aversão ao risco (repele o risco e aceita a certeza de ganhos). Assim, a Teoria da Utilidade Esperada (TUE) descreve o modelo de tomada de decisão sob-risco onde prevê que o agente econômico é racional, avesso ao risco e visa maximizar a utilidade (DOROW ET AL., 2008).

Simon (1955) propôs que a racionalidade humana é limitada tanto por restrições internas (mentais) e externas (ambiente). No entanto, através da utilização de prospectos arriscados e/ou problemas extremamente simples, Kahneman e Tversky (1979) verificaram se os princípios da Utilidade Esperada eram consistentes. As respostas que obtiveram os levaram a conclusões importantes, como a identificação de vários padrões de comportamento que são inconsistentes à Teoria da Utilidade Esperada.

Uma das principais críticas a TUE é a existência do Efeito Disposição, um efeito psicológico relacionado com uma pré-disposição dos indivíduos em determinar o valor inicial (preço de compra) dos investimentos a partir de seu ponto de referência, com o objetivo de avaliar se a venda dos investimentos irá gerar ganhos ou perdas. Contudo, o efeito disposição também postula que, os investidores tendem a manter por muito tempo carteiras de ações com desempenho baixo e venderem com rapidez aquelas com desempenho positivo (SHEFRIN e STATMAN, 1985).

Outra crítica a TUE está na Teoria do Prospecto. De acordo com Ricciardi (2000), a Teoria do Prospecto sustenta que há uma persistente propensão motivada por fatores psicológicos que influenciam as escolhas das pessoas em condições de incerteza. A Teoria do Prospecto considera as preferências como



uma função dos “pesos da decisão”, e assume que esses pesos nem sempre condizem com probabilidades.

A Teoria do Prospecto verifica que os três princípios da TUE mencionados anteriormente são violados pelos tomadores de decisões nos seguintes momentos: quando afetados pelo efeito “certeza”, “reflexo” e “isolamento”.

No que tange o efeito certeza, em probabilidades envolvendo ganhos, as pessoas tendem preferir os resultados obtidos com certeza aos resultados prováveis. Todavia, quando ganhar torna-se possível, mas não provável, a maioria prefere a aposta de maior valor.

Já o efeito reflexo, ao contrário do campo dos ganhos, onde a maioria das pessoas prefere resultados obtidos com certeza aos resultados prováveis; no campo das perdas, as pessoas tendem arriscar a sofrerem uma perda certa.

Dessa forma, Kahneman e Tversky (1979) descobriram que os sinais dos resultados quando são invertidos de ganhos para perdas, as pessoas se tornam propensas ao risco e que tal comportamento fere o axioma da TUE de aversão ao risco.

Complementando o conceito, o efeito reflexo pode ser facilmente visualizado mediante a assimetria das decisões dos investidores nos problemas de probabilidades positivas, se comparados aos problemas de probabilidades negativas, ou seja, a preferência das probabilidades negativas forma uma espécie de reflexo da preferência das probabilidades positivas. (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

O último efeito descrito em Kahneman e Tversky (1979) corresponde ao efeito isolamento, em que há uma tendência das pessoas apresentarem preferências inconsistentes, para problemas iguais, porém apresentados de formas diferentes, um de cada vez.

Também, os problemas de decisão podem ser construídos e apresentados de diversas formas diferentes, mesmo sabendo que os resultados desses problemas sejam equivalentes. Desta forma, pressupõe-se que a aparente racionalidade dos investidores possa estar explicada nessa construção ou estruturação dos problemas de decisão.



Crítica à Linearidade entre Risco e Retorno: Teoria da Aversão a Perda

Contrariando conceitos econômicos que dizem que investidores devem arriscar quando estão ganhando e serem avessos ao risco quando estão perdendo, as Finanças Comportamentais enfatizam a “aversão às perdas”, ou seja, as pessoas preferem não sofrer a dor da perda do que o prazer de um ganho equivalente. Também assumem riscos quando estão perdendo, mas são totalmente avessos ao risco quando estão ganhando (MUSSA et al., 2008).

A aversão à perda é um dos principais conceitos trabalhados pelas Finanças Comportamentais e foi proposto pela primeira vez pelo anteriormente citado estudo de Kahneman e Tversky (1979) no final dos anos 70. O fato das pessoas em geral sentirem mais a dor da perda de determinada quantia do que o prazer proporcionado pelo mesmo ganho faz surgir, no mercado financeiro, um fenômeno conhecido como a aversão à realização das perdas, também chamado de efeito disposição.

Para Barberis e Huang (2001) as evidências sugerem que o grau de aversão à perda depende de ganhos e perdas ocorridas anteriormente. Uma perda que vem após um ganho é menos dolorosa do que o normal, porque é abrandada pelo ganho. Por outro lado, uma perda que ocorre após outras perdas é mais dolorosa do que o normal. Os investidores podem, racional ou irracionalmente, escolher manter suas posições perdedoras e vender as vencedoras. De acordo com Odean (1998) se os retornos esperados futuros para as posições perdedoras forem maiores os das vencedoras, os investidores estariam agindo de maneira racional ao segurar as primeiras e se desfazer das últimas. Entretanto, se a expectativa de retorno futuro das ações hoje em baixa for menor do que a das ações em alta e, mesmo assim, os investidores estiverem relutantes em se desfazer das perdedoras, eles estarão agindo de forma irracional.

Esta teoria contrapõe também o modelo de Markowitz (1952) e Sharpe (1964), já que ambos consideram que existe uma relação linear perfeita entre o risco e retorno, sendo este preceito uma das falas mais comuns dentro dos jargões das finanças. Contudo, ao provar que os investidores consideram mais importante não perder, mostra que a relação perfeita não existe. Outro ponto que merece crítica no modelo é o fato de que ele considera que cada investidor tem a noção



exata e matemática do risco e dos retornos futuros que aquele investimento pode proporcionar, o que é contraposto pela heurística da ancoragem.

Crítica a Hipótese de Mercados Eficientes: a Tese e a Antítese

Um dos principais questionamentos das Finanças Comportamentais consiste sobre a Hipótese de Mercado Eficiente (HME). Enquanto a HME defende a racionalidade do investidor e estabelece que agentes financeiros utilizem regras estatísticas para estimarem valores futuros de forma não viesada, a teoria proposta por Kahneman e Tversky (1979) supõe que os investidores tendem a adotar processos mentais viesados que violam os modelos estatísticos básicos (KIMURA, 2003).

Sob essa perspectiva, Rabelo Júnior e Ikeda (2004) levantam os principais problemas existentes quanto à efetiva utilização da arbitragem nos mercados reais. Esses estudiosos afirmam que nos mercados eficientes, o preço dos ativos deveria refletir inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos e que não haveria maneiras de obtenção de lucros anormais mediante o uso da informação, visto que os preços já deveriam contemplar todas as informações.

Segundo Lintz (2004) é comum a tentativa de descrever a realidade por meio da criação de modelos explicativos que, basicamente, dividem-se em duas categorias dicotômicas: a teoria clássica de finanças – Hipótese de Eficiência de Mercado e as expectativas racionais versus as Finanças Comportamentais. A primeira é uma tese, considerada um paradigma, enquanto a segunda é uma antítese cujos esforços tentam quebrar o paradigma imposto.

Contrapondo o *Mainstream* em Estratégia

A palavra estratégia é uma das palavras mais citadas e usadas no contexto da moderna administração das instituições. Suposta tábua de salvação dos mais diversos gurus e consultores da administração, o termo e as suas escolas de pensamento tem sido usadas, *ad nauseam*, como uma ferramenta para planejamento, orientação e análise das decisões mais importantes, especialmente no contexto da iniciativa privada.

Mas, exatamente, o que é estratégia? Um plano de ação deliberado? Um processo formal de planejamento? Um processo emergente? A palavra estratégia no sentido original do grego denota um processo planejamento, comando e objetivos claros. Talvez o primeiro livro a se dedicar indiretamente ao tema seja *A Arte da Guerra* (TZU, 2007), escrito já no século VI A.C.

A *Arte da Guerra* é nas diversas definições do Ítalo Calvino (CALVINO, 1993), um livro clássico para estudiosos do pensamento em estratégia na administração.

Existem cinco fatores que permitem que se preveja qual dos oponentes sairá vencedor:

- aquele que sabe quando deve ou não lutar;
- aquele que sabe como adotar a arte militar apropriada de acordo com a superioridade ou inferioridade de suas forças frente ao inimigo;
- aquele que sabe como manter seus superiores e subordinados unidos de acordo com suas propostas;
- aquele que está bem preparado e enfrenta um inimigo desprevenido;
- aquele que é um general sábio e capaz, em cujas decisões o soberano não interfere.

Dos cinco elementos, nenhum é predominante; das quatro estações nenhuma dura para sempre; os dias, uns são longos, outros curtos; a Lua enche e minguia (TZU, 2007), Século VI A.C.

Entretanto, o termo original do grego já não é suficiente para capturar a complexidade do campo estratégia como usada atualmente na administração. Mintzberg (1978) redefiniu estratégia como sendo uma linha de ação coerente que conduz a resultados importantes e desejáveis pela organização, tenha ela sido planejada com antecedência ou não.

No contexto da abrangente definição proposta em Mintzberg (1978), este ensaio tem por objetivo realizar uma análise crítica de escolas de pensamento dominante e técnicas populares na administração estratégica. É sobretudo, uma crítica às escolas que pensam a estratégia como processos de natureza prescritiva.

A Crítica ao Modelo do Planejamento Estratégico e ao SWOT

Talvez a ferramenta mais difundida nas consultorias de estratégia seja o uso do planejamento estratégico. Elemento baseado na escola do *design*, ela tem os seus fundamentos em dois clássicos livros: *Leadership in Administration*, Philip Selznick, em 1957 e *Strategy and Structure*, de Alfred Chandler. De forma

extremamente resumida, este método se baseia na avaliação externa (ameaças e oportunidades) e na avaliação interna (forças e fraquezas) de uma organização para a que a estratégia seja formulada e então implementada. Fatores laterais como os valores de uma organização ou elementos de responsabilidade social são trazidos para a discussão da formulação estratégica. O modelo SWOT (*Strength, Weakness, Opportunities e Threats*) é base para este método.

A escola do *design* assume que a formulação estratégica é um processo deliberado do pensamento consciente, normalmente focado na figura de um estrategista. A busca pela simplicidade, pela unicidade, pela elaboração das táticas e pela explicitação dos objetivos a todos os trabalhadores de uma organização é também um dos pilares deste método.

Esta escola, cujo principal instrumento é o processo de planejamento estratégico, parte de um modelo prescritivo, i.e., que podemos definir a realidade futura através de modelos preditivos. Esta é a primeira crítica a este modelo. Modelos de estratégia que não considerem a emergência (*emergence*) são normalmente ingênuos por não considerar as estruturas como dadas e as construções sociais entre indivíduos de uma organização.

A escola do *design* assume que a estratégia tem precedência sobre as estruturas, e que estas são completamente maleáveis. Esta abordagem é potencialmente perigosa, pois estruturas moldadas ao longo de anos podem apresentar alta resistência a mudanças e, portanto baixa maleabilidade.

Outra crítica a este modelo é que ele promove a inflexibilidade e tem baixa capacidade de responder a incertezas. Mesmo que exista um estrategista único, o que já criticamos, ele precisaria pensar a priori todas as decisões internas, os eventos ambientes externos e as relações culturais e de poder na sua organização. Árdua missão, sem dúvida, que requer poderes de onisciência, onipresença e onipotência. Busquemos Zeus, Netuno e Hades, deuses do céu, mar e do submundo para trabalhar como estrategistas neste modelo de pensamento.

Outra crítica a este modelo é separar a formulação da implementação, o pensamento da ação, o momento do planejamento do modelo da execução. Esta dicotomia é falsa, em nossa opinião.

Finalmente, podemos tecer uma crítica também quanto ao escopo buscado, com planos de três, cinco ou até vinte anos. É a prevalência do *BDUP – Big Design Up Front*, do controle excessivo, da predição extrema do distante futuro.

Sintetizamos a nossa crítica com uma citação a uma frase de um clássico filme sobre a realidade e a realidade virtual: “*Illusions, Mr. Anderson. Vagaries of perception*”, Agente Smith, *The Matrix*, 1997.

A Crítica ao Modelo das Cinco Forças de Porter

Michael Porter (PORTER, 1986) identifica e analisa cinco forças competitivas que modelam qualquer indústria, e que supostamente apoiam a determinação das forças e fraquezas desta indústria. Para Porter, estas forças são:

- Competição na indústria;
- O potencial de novos entrantes nesta indústria;
- O poder dos fornecedores;
- O poder dos clientes;
- A ameaça dos produtos substitutos;

Este modelo é proposto em 1980 no clássico livro *Competitive Strategy*, que define a estratégia em uma nova escola – a escola do posicionamento. Esta escola advoga, ainda centrado em um modelo prescritivo, que a estratégia ainda é um processo controlado e consciente que deve cuidadosamente deliberado antes da sua implementação formal. Entretanto, diferentemente das visões prescritivas apresentadas anteriormente, esta escola assume que o processo estratégico concentra-se nos cálculos e mais especificamente na seleção de posições estratégicas genéricas.

O modelo das cinco forças, pedra basilar da escola do posicionamento, advoga que a análise destas forças permite às firmas obterem melhores resultados nos seus processos estratégicos.

Podemos criticar esta escola a partir dos seguintes elementos:

- Assumir a estratégia como um processo completamente prescritivo, assim como a escola do design criticada anteriormente é, no mínimo, ingênuo. A premissa de processos prescritivos assume que os constituintes de uma organização e o ecossistema de outras organizações



irão aceitar e executar passivamente os supostos planos. Ela desconsidera os interesses dos trabalhadores de uma organização, eventos de resistência, elementos culturais e ideológicos, interesses e movimentos de outras organizações, humores de mercado ou mesmo eventos naturais que escapam ao controle de qualquer premissa.

- Assumir que o controle da estratégia esteja centrado na figura do principal executivo de uma organização é também utópico. Esta visão assume que este executivo seja o “gênio de mil braços” e que seja o único ser humano com capital intelectual em uma organização. Claramente, esta visão não é aplicável nem para um adestrador de uma matilha de cães, que continuamente analisa o comportamento e interação dos seus animais para adaptar as suas técnicas de adestramento. Se nem para cães podemos pensar desta forma, como pensar desta forma em uma organização formada por seres humanos sencientes?

- Assumir que estratégias genéricas irão sempre gerar melhores resultados é ignorar a natureza particular de cada organização, como advogam os defensores do isomorfismo nas organizações. Enquanto o modelo do isomorfismo (mimético, coercitivo ou normativo) tenha sua utilidade para permitir que gestores nivelem suas organizações a outras para preencher lacunas gerenciais, é questionável darmos ao isomorfismo um poder estruturante desta magnitude.

- Assumir que premissas militares sejam aplicáveis a qualquer organização. Este modelo tem sua origem em modelos militares (TZU, 2007) e trazem várias premissas para o moderno mundo da administração. Temos aqui algumas premissas válidas, mas que são questionáveis como um modelo genérico de explicação causal que explica o sucesso financeiro e vantagens estratégicas nas organizações.

A Crítica à Matriz BCG

A matriz BCG, assim denominada por ter sido proposta por Bruce Henderson do *Boston Consulting Group*, é uma matriz de crescimento-participação, que pode ser resumida metaforicamente no esquema da figura 01.

Figura 1 – Esquema conceitual da matriz BCG.

Fonte: Kotler (2000).

Esta matriz propõe procura analisar as opções de alocação financeira nos diversos negócios em um modelo de diversificação nas organizações. Ela tem sido usada como uma ferramenta de análise estratégica e se tornou um clássico em modelos consultivos de planejamento estratégico.

Para tecermos a nossa crítica, busquemos uma frase dita por seu autor, Bruce Henderson:

Um único diagrama, com uma posição projetada para cinco anos, é suficiente para prever a lucratividade, a capacidade de endividamento, o potencial de crescimento e a força competitiva da empresa (HENDERSON, 1973).

É ingênuo, para não dizer algo mais ostensivo, assumir que podemos prever ações em um horizonte de cinco anos complexos elementos de uma organização como o crescimento, endividamento, competitividade ou lucro. É novamente, ignorar, os aspectos culturais e de identidade nas organizações, os efeitos das relações de poder, das resistências dos indivíduos e os complexos aspectos de construções sociais que formam, de fato, a realidade particular de cada instituição.

Enquanto percebemos valor na matriz BCG como uma ferramenta auxiliar na tomada de decisões, não podemos assumir que a mesma seja instrumento “suficiente” para prever coisa alguma. Como disse Mintzberg ironicamente em seu clássico livro *Safári de Estratégia* sobre o BCG “o resultado geral de quase tudo isso foi que, como aquele nadador do provérbio que se afogou em um lago de quinze centímetros de

profundidade, algumas empresas afundaram seguindo os imperativos simples da segunda onda da escola do posicionamento”.

A Crítica ao BSC (*Balanced Score Card*)

Um outro trabalho clássico no pensamento estratégico dominante é o *Balanced Score Card*, de Kaplan e Norton (KAPLAN; NORTON, 1997). O BSC é um método originalmente pensado para avaliação e desempenho nas organizações, mas que foi estendido e tem sido usado como ferramenta de gestão estratégica.

O BSC é centrado na definição e análise de indicadores em quatro perspectivas padronizadas (financeira, clientes, processos internos e aprendizado/crescimento). Segundo os autores, o BSC reflete o equilíbrio entre objetivos de curto e longo prazo, entre medidas financeiras e não-financeiras, entre indicadores de tendências e ocorrências e, ainda, entre as perspectivas interna e externa de desempenho. O mapa gerado pelo BSC é usado então para os processos de medição.

As críticas ao BSC já herdaram todas as críticas que fizemos ao modelo do planejamento estratégico e aos modelos prescritivos de forma geral. Além disso, o BSC também trabalha a partir de premissas isomórficas. Todas as organizações, segundo o modelo, tem como objetivo resultados financeiros, o que claramente não representa a realidade social de instituições governamentais e organizações do terceiro setor. Além disso, os elementos intangíveis, que supostamente são capturados nos elementos de aprendizado/crescimento, possuem pouca ênfase no modelo e ocupam o pilar de menor importância do modelo.

Tendo participado em diversos projetos de planejamento centrado em BSC, BCG e outras ferramentas prescritivas de planejamento estratégico, é lamentável constatar que a única meta declarada e publicada como estratégia tende a ser:

A empresa XPTO deve atingir, ao fim do período fiscal, um faturamento de XYZ milhões, com lucro líquido de n%.

A Crítica à Visão Baseada em Recursos (RBV)

Duas visões clássicas de estratégia são:

- De fora para dentro: A estratégia define o valor para o cliente como ponto de partida e ponto final. Eles se colocam na posição de seus clientes, e se veem a partir de sua perspectiva. Como exemplo, temos o modelo das cinco forças de Porter (5P).
- De dentro para fora: Em contraste, a perspectiva de dentro para fora começa com foco em recursos da própria empresa e pontos fortes. A visão baseada em recursos ou RBV, alvo da análise e crítica desta seção, é um exemplo desta perspectiva.

Historicamente, as explicações mais investigadas pelos pesquisadores para o desempenho superior de algumas organizações estava na busca por imperfeições na competição nos mercados de produtos (PORTER, 1980). Conforme citado por (BARNEY; CLARK, 2007; *apud* FOSS; KUDSEN, 2003), esta ênfase é supostamente racional, pois se existisse um cenário de competição perfeito em um mercado de produtos, as firmas neste mercado iriam gerar uma taxa de retorno apenas suficiente para cobrir o seu custo de capital. Da mesma forma, se o cenário é de competição imperfeita, algumas firmas neste mercado irão operar taxas de retorno diferentes. Esta análise é exógena e limitante, i.e., observa a firma como um ser passivo que opera em um meio ambiente que o restringe, que também é alvo da nossa crítica aqui.

Uma análise alternativa pode focar na questão de como firma podem criar um ambiente de competição imperfeita. Esta criação parte de uma análise endógena, i.e., a firma é um elemento ativo que pode influenciar e modificar os fatores de competitividade no mercado. As estratégias de uma firma poderiam gerar um desempenho superior para esta firma dependendo do custo para a sua implementação e das receitas trazidas por estas estratégias.

Barney e Clark (2007) concluem que embora não seja normalmente possível obter vantagens competitivas através da análise do ambiente de competitividade da organização, firmas normalmente podem aferir vantagens quando escolhem estratégias



que exploram recursos que já estejam em seus controles. Os autores, estendendo o clássico trabalho de Wernefelt⁴ (1984), desenvolvem o modelo chamado VRIO.

De acordo com Barney (1986), só pode haver vantagem competitiva se houve alguma heterogeneidade e imobilidade de recursos. Esta heterogeneidade e imobilidade são premissas dentro deste modelo conceitual. Os recursos devem, então, ser analisados à luz de quatro elementos:

1. Recursos valiosos. Eles permitem às organizações aumentarem o valor econômico que elas criam, seja aumentando a propensão ao consumo, reduzindo os custos ou ambos.

2. Recursos raros. Recursos raros são difíceis de serem encontrados, escassos ou até mesmo exclusivos. Eles atuam no sentido de fomentar a imperfeição da competição no mercado.

3. Imperfeitamente imitáveis. Para serem fonte de vantagem competitiva sustentável os recursos não podem ser duplicados ou substituíveis. Para isso, esses recursos devem apresentar uma ou uma combinação das seguintes características:

- Condição histórica única. Uma firma é socialmente construída através das pessoas, das suas interações e das interações destas pessoas com os recursos naturais disponíveis à esta. Esta construção única pode ser uma grande barreira de entrada a competidores pela sua dificuldade de imitação.
- Ambiguidade causal. A dificuldade de reproduzir a construção social de uma organização pode ser um elemento dificultador à reprodução de um recurso em outras organizações. Exemplos incluem ativos “invisíveis”, ligados a identidade e cultura nas organizações.
- Complexidade social. Os fenômenos sociais de poder, política, cultura, identidade, entre outros aspectos sociológicos, podem ser elementos importantes na dificuldade de imitação de recursos.
- Não-substituível. Os recursos não-substituíveis são fontes de vantagem competitiva.

⁴ Um dos pilares deste trabalho é a obra clássica de Edith Penrose, A Teoria do Crescimento da Firma, publicada originalmente em 1937 (PENROSE, 2006).

4. Acionáveis pela organização. Apenas os recursos que podem ser usados efetivamente pela organização, independente do seu valor, raridade e inimitabilidade, poderão promover vantagem competitiva. Esta acionabilidade, portanto, é crítica na teoria baseada em recursos.

O modelo VRIO definitivamente apresenta méritos no sentido que ele endereça elementos de ambiguidade causal, que são ligadas a complexos processos de construção social e da estruturação das estruturas de uma organização.

Apesar disso, destacamos aqui duas críticas centrais ao pensamento RBV:

- A premissa da imobilidade de recursos, base desta teoria. No contexto de uma organização que detém um recurso natural (e.g. um mina de nióbio, raro no Planeta Terra), este argumento até poderia ser válido, mas endereçar pessoas ou estruturas como recursos imobilizados tende a ser falacioso em diversos cenários. É difícil ou eventualmente impossível assumir que um grupo de pessoas, cada qual com interesses próprios e particulares, será um recurso imóvel nas instituições.
- Outra crítica é o seu uso como ferramenta de explicação causal de desempenho superior de firmas. Supostamente, o uso de recursos VRIO promove desempenho superior em qualquer natureza de organização, o que tende a ser um elemento extremamente especulativo.

Análise Crítica

As escolas e técnicas apresentadas acima são baseadas em modelos cujas afirmações são sujeitas a um nível de extensão e universalidade. Segundo Shelby Hunt (HUNT, 2002), podemos qualificar a extensão de afirmações de afirmações e leis científicas em seis níveis (afirmações singulares, afirmações existenciais não qualificadas, afirmações existenciais qualificadas, leis de tendência, leis de probabilidade e leis universais). Em um extremo, temos afirmações singulares, que descrevem um fato ocorrido dentro de uma instituição. Em outro extremo, temos leis universais, que não existem na administração e podem ser apenas pensados em cenários clássicos das ciências duras (e.g. mecânica celestial de Newton).



Um dos problemas com as técnicas apresentadas é que eles tendem a ser formuladas e usadas como leis de tendência (modelos preditivos) dentro do pensamento acadêmico ou, pior ainda, como leis de probabilidade ou leis universais dentro de empresas de consultoria.

Quando estes métodos são usados em contexto mais restritos tais como afirmações singulares ou afirmações existenciais qualificadas, entretanto, podemos sim extrair um valor mais legítimo destes elementos. Por exemplo, um modelo BSC poderia ser usado para descrever uma rede de relações entre metas financeiras e metas de processos internos, por exemplo. É uso do método como um elemento descritivo e não prescritivo.

O surgimento recente dos conceitos de estratégias emergentes (MINTZBERG, 1978) e em particular o conceito de estratégia como prática (WHITTINGTON, 1996) pode ser visto como uma resposta crítica aos clássicos tratados de estratégia. A pesquisa da estratégia como prática lida com as micro atividades que constituem os elementos da estratégia e a ligação entre estas atividades e contextos organizacionais e sociais mais amplos, também conhecidos como macro. A estratégia como prática de pesquisa baseia-se em abordagens sociológicas (Bourdieu, Giddens ou Schatzki) na tentativa de superar os dualismos micro-macro que caracterizam a agenda de pesquisa tradicional. Ao invés, a sua pesquisa é realizada em três perspectivas: a dos profissionais (pessoas que fazem o trabalho de estratégia); das práticas (as ferramentas de social, simbólica e material através do qual é feito trabalho de estratégia), e a da *praxis* (o fluxo de atividade em que a estratégia é realizada). Em resumo, estes conceitos endereçam a estratégia como um processo descritivo ao invés de um processo prescritivo, caminho antagônico e crítico aos clássicos da estratégia funcionalista.

Concluindo: Por Que (Não) Ler os Clássicos?

Inicialmente, gostaríamos de esclarecer que a metáfora do título não se trata de uma crítica a obra de Ítalo Calvino, *Por quê ler os clássicos?*, nem que o sentido dado a palavra clássico neste ensaio é o mesmo dos que ele utiliza em seu livro e que os estudos que foram alvos de crítica neste ensaio são clássicos dentro deste conceito. A ideia do



título é contrapor a visão das escolas de administração de que apenas a produção funcionalista deva ser ensinada em finanças e estratégia.

O efeito deste processo de aprendizagem funcionalista é a formação de profissionais despreparados para o ingresso em organizações que são únicas, já que elas são formadas por indivíduos distintos. Além disso, estes profissionais não desenvolvem uma percepção crítica que é preponderante para a “sobrevivência” nas organizações.

Assim, a crítica deste ensaio foi construída em cima do pensamento dominante na administração estratégica e financeira, que são ligadas a modelos preditivos que generalizam e tornam isomorfos todos os processos dentro das diferentes organizações. Historicamente estes modelos tem sido largamente adotados no mercado por estarem baseado em literaturas “clássicas” sobre o pensamento administrativo. A literatura clássica em uma área é normalmente aceita como fonte primária da veracidade na academia e nas instituições. No caso do pensamento administrativo funcionalista, as respostas supostamente simples de modelos preditivos não conseguem responder aos complexos cenários nas instituições, organizadas em complexos modelos sociais.

Uma agenda moderna de pesquisas que investigue modelos descritivos em conjunto com modelos prescritivos pode trazer avanços significativos na área do pensamento estratégico e financeira.

Porque fim, deciframos o mistério do título e admitimos que ele está incompleto. Na verdade o que queríamos responder é Por quê não ler os clássicos como se eles fossem bíblias e alternativas únicas para trabalhar as finanças e a estratégia dentro das organizações. Assim, para nós o melhor alternativa seria que fossem ensinadas as várias correntes e cada estudante se posicione quanto ao que ele entende ser a melhor maneira enxergar as organizações.

Leiam os clássicos, mas tenham uma visão crítica sobre eles.

Referências

ARDALAN, K. On the theory and practice of finance. *International Journal of Social Economics*, v. 31, n. 7, p. 684-705, 2004.

BARBEDO, C. H. S; CAMILO-DA-SILVA, E. *Finanças comportamentais: pessoas inteligentes também perdem dinheiro na Bolsa de Valores*. Coleção Coppead de Administração. Rio de Janeiro:



Atlas, 2008.

BARBERIS; HUANG. The Internet and the Investor. *Journal of Economic Perspectives*, v.15, n.1, p.41-54, 2001.

BARNEY, J. B.; CLARK, D. N. *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*. NY: Oxford University, 2007.

BEKMAN, O. R.; COSTA, P. L. N. *Análise Estatística da Decisão*. São Paulo: Editora Edgard Blücher Ltda, 1995.

BERNSTEIN, P. L. *Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro. Campus, 1997.

BRABAZON, T. *Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?* 2000.

DOROW, A.; MACEDO, J. S.; NUNES, P.; MENEZES, E. A. Finanças comportamentais: uma análise estatística envolvendo os efeitos certeza e reflexo. *Cadernos de Economia - Curso de Ciências Econômicas - Unochapecó* Ano 12, n. 23, Jul./Dez. 2008

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, pp. 383-417. May, 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*. v. 46, n. 5, pp. 1575-617. 1991.

FULLER, R. J. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 1998.

HAMEL, G.; PRAHALAD, C. K. Objetivo Estratégico. *Harvard Business Review*, v. 2, n. 10, pgs. 1-15, May-June, 1989.

HAUGEN, R. *Os segredos da Bolsa*. São Paulo: Pearson Educação, 1999.

HENDERSON, B. *The experience curve reviewed*. IV. The Growth Share Matrix, or The Product Portfolio.”, Boston Consulting Group Reprint 135, 1973.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. *Revista Organização e Sociedade*, Salvador, v.16 - n.49, Abril/Junho - 2009.

JENSEN, M. Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 6, n. 2/3, p. 95-101, 1978.

KAHNEMAN, D. Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *American Economic Review*. 2003.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decisions under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.

KAHNEMANN, D.; TVERSKY, A. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, n. 185, pp. 1124-1131, 1974.

KAPLAN, R. S; NORTON, D. P. *A estratégia em ação: balanced scorecard*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.



- KATONA, G. *Psychological Economics*. New York: Elsevier, 1975.
- KOTLER, P.. *Administração de marketing*: 10. ed. São Paulo: Pearson, 2000.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.
- McGOUN, E. G. On knowledge of finance. *International Review of Financial Analysis*, v. 1, n. 3, p. 161-177, 1992.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.
- MINTZBERG, H. Patterns in strategy formation. *Management Science*, v. 29, n. 9, p. 934-48, 1978.
- MODIGLIANI, F. E MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, pp. 433-443. 1963.
- MODIGLIANI, F. E MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, pp. 261-97. 1958.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MUSSA, A.; YANG, E.; TROVÃO, R. FAMÁ, R. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais – as discussões persistem. SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, *Anais...* 2008.
- ODEAN, T. Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 53, n. 5 p.1775-1798, oct, 1998.
- PENROSE, E. T, - *A teoria do crescimento da firma*. (Trad.) Campinas: Edit Unicamp; 2006
- PETIGREW, A.; THOMAS, H.; WHITTINGTON, R.. *Handbook of Strategy and Management*; London: SAGE Publications, 2002
- PETTIGREW, A. M. Strategy formulation as a political process. *International Studies of Management Organization*, v. 7, 1977, p. 78-87.
- PORTER, M. *Vantagem Competitiva*. Rio de Janeiro: Campus. 1992
- PORTER, M. What is Strategy? *Harvard Business Review*, v. 74, n. 6, pgs. 61-78, Nov. Dez., 1996.
- ROSS, S. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, V. 13, P. 341-360, 1976.
- SAITO, R.; TERRA, P. R.; SILVA, A. L.; SILVEIRA, A. D. Fórum O Cinquentenário de Modigliani & Miller: reflexões sobre a teoria e a prática das finanças no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 4, São Paulo, out./dez. 2008.
- SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442. 1964.
- SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long:



theory and evidence. *Journal of Finance*, volume 40, p. 777-790, 1985.

SHEFRIN, H.M., STATMAN, M. The disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long. *Journal of Finance*, v.40, n.3, p.777-790, 1985.

SIMON, H.A. Rational Decision-Making in Business Organizations. Nobel Memorial Lecture, pp. 343- 371, 08.12.1978. *Economic Science*, 1978.

THALER, R.H. *Advances in Behavioral Finance*. Edited by Richard H. Thaler. Russel Sage Foundation. New York. 1993.

THALER, R.H. *The End of Behavioral Finance*. Associaton for investment managment and research, November/December 1999.

TZU, S. *A arte da guerra*. São Paulo: Jardim dos livros, 2007

VASCONCELLOS, M. A. S. *Economia: Micro e Macro*. São Paulo: Editora Atlas. 2001.

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, vol. 5, 171-180 (1984)

WHITTINGTON, R. *O Que é Estratégia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002

YUZAN, D. B. *O código do samurai*. Trad. Vânia Araújo; São Paulo: Madras, 2005.

ZINDEL, M. T. L. *Finanças Comportamentais: o viés cognitivo excesso de confiança em investidores e sua relação com as bases biológicas*. Florianópolis: PPGEF/UFSC, 2007. (Tese de Doutorado).