

# HOME BIAS E INVESTIMENTOS

Maurício Silveira Lersch

## 1. INTRODUÇÃO

Dentro do campo das finanças, os benefícios da diversificação de portfólio trazida por Markovitz (1952) são indiscutíveis. Porém, muitos investidores têm o seu nível de diversificação baixo, principalmente por vieses comportamentais como o excesso de confiança ou pela tendência de concentrar seu portfólio no que lhes é familiar. Para este comportamento, dá-se o nome de *Home Bias*.

A nosso conhecimento, o *Home Bias* foi documentado pela primeira vez por French e Poterba (1991), que comprovaram a preferência dos investidores para ações nacionais do que para as de outros países. Usando dados dos EUA, Japão, Reino Unido, França e Alemanha, mostraram que os investidores detêm uma parcela desproporcional de ativos domésticos em suas carteiras de ações quando comparados com ativos estrangeiros.

Coval e Moskowitz (1999) mostram que o *Home Bias* não se limita às carteiras internacionais, mas que há preferência por investir em ativos domésticos mais próximos também. Especificamente, eles mostraram que os gestores de investimento norte-americanos apresentam uma forte preferência por empresas locais em seus portfólios.

Já Benartzi (2001) e Nellie e Weisbenner (2002), analisaram o *Home Bias* dentro das empresas, com a concentração de investimento dos funcionários em ações da própria empresa onde trabalham, chamando a atenção para a dupla exposição de sua riqueza (salário e investimentos) em uma única fonte, agindo em oposto a teoria da diversificação de portfólio.

O presente artigo se destina a apresentar uma análise da concentração do portfólio de ações de investidores brasileiros, nas próprias empresas onde trabalham. Essa análise se concentrará nas ações que estes investidores possuem em custódia, com o intuito de observar se o *Home Bias* se aplica na amostra analisada, e se o retorno histórico das ações influencia sua participação no portfólio dos investidores analisados.

Nosso estudo foi realizado com uma amostra extraída de uma corretora de valores mobiliários, representando uma fotografia momentânea da custódia dos investidores analisados, sendo estes, dados reais de mercado. Tal estudo, de acordo com nosso conhecimento, ainda não foi realizado no Brasil.

Não temos a intenção de fornecer uma resposta definitiva sobre o comportamento do indivíduo e nem escolher entre explicações alternativas da revisão bibliográfica, já que provavelmente contribuem em parte para a explicação do viés. Nosso objetivo é avaliar os dados baseados no que a teoria tem nos guiado, fornecendo fatos empíricos pertinentes e tomando uma posição sobre quais seriam os próximos passos a se pesquisar.

Este artigo apresenta, além desta seção introdutória, uma seção que apresenta a revisão bibliográfica, seguida pela base de dados e a metodologia, uma seção com os resultados observados e, por fim, uma conclusão.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

Henry Markowitz (1952) deu início a chamada moderna teoria de carteiras com a publicação de "*Portfolio Selection*". Nesta publicação desenvolveu um método que calcula a variância do portfólio como resultado da soma da variância dos ativos considerando o peso de cada um no portfólio e o grau de correlação entre os mesmos. Assim Markowitz define a fronteira eficiente como as combinações de ativos que maximizam o retorno esperado dada a variância.

A versão internacional do modelo de precificação de ativos de capital clássica, com base na teoria do portfólio tradicional desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965), prevê que, para maximizar retornos ajustados ao risco os investidores devem manter o portfólio de ativos de risco do mercado mundial.

É sabido, no entanto, que os portfólios domésticos são fortemente preferidos nas ponderações dos investidores [Cooper e Kaplains (1994), Kang e Stulz (1996) e French e Porterba (1991)] e o termo usado para descrever este fenômeno é *Home Bias*.

O *Home Bias* sugere que os investidores podem ser racionais, uma vez que consigam maximizar seus retornos por conta de uma melhor análise das empresas ou por

conta de informações privilegiadas destas. Também sugere que os investidores podem ser irracionais quando estes evitam os ganhos potenciais da diversificação.

Goetzmann e Kumar (2001) acharam que a grande maioria dos investidores está com seus portfólios sub diversificados e que os investidores adotam uma estratégia “ingênua” de diversificação, uma vez que estejam conscientes dos benefícios desta. Além disso, os investidores mantêm portfólios sub diversificados, também devido a uma sensação ilusória de controle que os torna excessivamente confiantes.

Esta sensação de controle também foi descrita por Merton (1987), onde sugere que devido ao custo de pesquisa e monitoramento, os investidores podem limitar o número de ações em seus portfólios.

Já o excesso de confiança afeta a decisão de investimento com a tendência de se investir em um pequeno grupo de ações, que o investidor considera familiar ou confiável, embora não esteja necessariamente informado sobre elas [Ivkovic, Sialm e Weisbenner (2004)]. Este comportamento, segundo Hwange Satchell (2013), teria um enorme impacto sobre a alocação de ativos ideal.

Manter poucas ações em um portfólio pode expor o investidor a um risco idiossincrático desnecessário. Já se manter muitas, o custo de transação e o custo de oportunidade de se acompanhar as empresas aumenta as chances de ele ter um desempenho inferior. Assim, investidores preocupados com um risco extremo podem conseguir os benefícios da diversificação com um número relativamente pequeno de ações [Alexeev e Tapon (2013)].

Além disso, em contraponto a irracionalidade do *Home Bias*, o viés da familiaridade faz com que os indivíduos preferiam apostar num contexto em que se sentem mais bem informados, ou competentes, ajudando assim a explicar o porquê dos investidores estarem dispostos a renunciar a vantagem de diversificação e se concentrar em um número pequeno de empresas com as quais estariam presumivelmente familiarizados [Morse e Shive (2004) e Chip e Tversky (1991)].

Retornos positivos desta familiaridade foram encontrados por Coval e Moskowitz (2001) em fundos de investimentos que realizaram investimentos geograficamente próximos às suas sedes. Supõem os autores que seja por conta de uma melhor análise das empresas ou pelo acesso a informações privilegiadas.

Não só os fundos, mas também os investidores individuais apresentam esta preferência. Segundo Ivkovic e Weisbenner (2005), em média, os investimentos dos indivíduos em ações locais superam os seus investimentos em ações não-locais, sugerindo que os investidores são capazes de explorar melhor o conhecimento local.

Neste contexto, Huberman (1999) observou que os investidores tendem a investir mais em empresas onde trabalham do que em outras, e traçou como possibilidade para este comportamento o fato de estarem mais motivados a trabalhar sabendo que também são proprietários da empresa.

Diversos autores [Benartzi (2001), Liang e Weisbenner (2002), Huberman e Sengmuller (2002) e Choi, Laibson, Madrian e Metrick (2004)] trazem que os funcionários projetam os retornos passados das ações da empresa para o futuro, e que são excessivamente confiantes sobre as suas perspectivas futuras, acreditando que estas ações são menos arriscadas do que as demais ações disponíveis no mercado.

Benartzi (2001) ainda constata que os funcionários de empresas com retornos melhores nos últimos 10 anos, tendem a investir mais do que em empresas que tiveram retornos piores em 10 anos, o que indica que eles poderiam comprar ações que já subiram.

Não menos importante, a interferência dos gestores em induzir os funcionários a investirem em ações da empresa também pode contribuir para o *Home Bias*. Muitas vezes, a propriedade de ações detida pelos funcionários serve como uma defesa contra uma mudança no controle, reduzindo assim a probabilidade de uma aquisição [Rauth (2006) e Cohen (2008)].

A luz deste tema, no Brasil, Miranda, Tomé e Gallon (2011), trazem que muitas empresas optam pela remuneração baseada em ações para seus funcionários. Tal remuneração pode, às vezes, vir agregada da obrigatoriedade de este ter de manter as ações sobre sua custódia por um período mínimo de tempo.

### **3. APRESENTAÇÃO DOS DADOS E METODOLOGIA**

#### **3.1 APRESENTAÇÃO DOS DADOS**

Utilizamos no nosso estudo uma amostra da custódia de 86 clientes de uma corretora de valores mobiliários de grande porte, e que opera na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa). Esta amostra é uma fotografia do portfólio dos clientes da amostra do último dia do mês de junho de 2015.

Quanto à amostra, restringimos a seleção de forma que metade fosse de clientes que trabalham em empresas de capital aberto e a outra metade não. Após esta restrição, selecionamos aleatoriamente os clientes que compõem a amostra, resultando em quarenta e três que indicaram trabalhar em alguma empresa de capital aberto, totalizando trinta e nove empresas diferentes e outros quarenta e três que indicaram trabalhar em alguma outra empresa que não possui capital aberto.

O número de diferentes tipos de ativos em posse de investidores foi da ordem de 128 (121 diferentes).

Sobre as características da amostra, 84,5% são homens, e com faixa etária predominante acima de 56 anos. Essas características apresentam a mesma estrutura demográfica dos investidores do mercado brasileiro de ações, conforme informativo da BM&FBovespa de junho de 2015.

**Tabela 1: Perfil da amostra**

	% Total BM&FBovespa	% Total da amostra
Homens	75,84%	84,50%
Até 15 anos	0,60%	0,00%
De 16 a 25 anos	0,52%	1,19%
De 26 a 35 anos	3,80%	3,57%
De 36 a 45 anos	10,59%	8,33%
De 46 a 55 anos	18,25%	22,62%
De 56 a 65 anos	21,87%	33,33%
Maior de 66 anos	44,37%	30,95%

Fonte: BM&FBovespa e Base de dados

Cabe ressaltar que os dados de custódia apresentados são alimentados diariamente e cada movimentação é refletida momentaneamente na custódia detida de cada cliente. Desta forma, evitam-se erros temporais na custódia do investidor.

Estas informações foram distribuídas em planilha eletrônica resultando em uma matriz de 121 linhas por 86 colunas, onde as ações foram distribuídas nas linhas e os investidores em colunas.

Todas as informações, referentes a valores de ações e classificação de ativos, presentes neste trabalho foram retirados da base de dados da BM&F Bovespa em 30 de junho de 2015.

Além desta seleção de amostra, coletamos informações em formulários de referência das empresas que compõem a amostra de investidores que trabalham em empresas de capital aberto, com intuito de saber se a empresa utiliza ações como forma de remuneração para seus funcionários. Destas, 19 apresentaram alguma remuneração nos últimos três anos.

### **3.2 METODOLOGIA**

Uma vez garantida à qualidade dos dados, cabe a este estudo proceder à melhor forma de apuração dos resultados almejados. Para tal, foi feita análise *cross section* de quantos investidores trabalham em empresas de capital aberto, quantos possuem ações destas e qual o percentual desta participação em seus portfólios<sup>1</sup>.

Em comparação com os resultados acima, também analisamos o percentual dos investidores que não trabalham nas respectivas empresas de capital aberto e possuem (e se possuem) essas ações em seus portfólios.

Além destas análises, separamos a amostra pelo valor total do portfólio. Realizamos os mesmos estudos acima descritos com dois grupos diferentes da amostra: o primeiro constando daqueles que possuíam um valor de portfólio acima da mediana da amostra, e o segundo, com os que possuíam um valor abaixo.

Outra separação que fizemos na amostra foi em relação aos investidores que trabalham em empresas de capital aberto. Para aqueles pertencentes a alguma empresa que adota a remuneração com ações, para aqueles que trabalham em empresas que não adotam esta prática.

Também realizamos uma análise regressiva dos últimos 10 anos das ações<sup>2</sup> das empresas constantes em nossa amostra, para saber se o percentual detido pelos investidores tem relação ao desempenho passado das ações da empresa. Para base de comparação, utilizamos o índice Ibovespa, com valor de fechamento no mesmo período

---

<sup>1</sup> Foram considerados portfólios com todos os ativos disponíveis na custódia do investidor, inclusive não ações, tais como Fundos de Investimento Imobiliário.

<sup>2</sup> Ou o tempo máximo disponível em caso de abertura de capital posterior a data inicial da análise

analisado para as empresas utilizando-se sempre, para cada período analisado, testes estatísticos para verificar a significância das amostras.

### **3.3 LIMITAÇÕES DO MÉTODO**

É recorrente em estudos semelhantes publicados no meio acadêmico, a análise através do histórico de posições dos investidores em comparação com desempenho histórico da ação, o que não fora feito neste estudo por se tratar de uma análise *cross section*.

Uma das principais variáveis, que pela indisponibilidade de informações e dificuldade no tratamento não foi discutida aqui, é a estrutura de custos das ações, especialmente da taxa de custódia, que por se tratar de remuneração da corretora pelos serviços prestados, está presente na totalidade da amostra e possui a mesma influência sobre a rentabilidade dos ativos.

## **4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Para a análise sobre a posse de ações da empresa pelos investidores que trabalham em empresas de capital aberto, 28 apresentam alguma ação em seu portfólio, o que representa 65,1% da amostra. Já a média de participação das ações da empresa no portfólio é de 33,1%, com uma mediana de 14%. Porém, somente em 15 destes (17,4% da amostra) o investimento nestas ações é o maior do portfólio.

Estes dados mostram a existência de *Home Bias* na amostra analisada, pois conforme constatado, a maioria dos funcionários de empresas com capital aberto possui ações desta.

Já para a análise da amostra dos investidores que não trabalham em empresa de capital aberto, foram encontrados um percentual médio destas ações de 1,1%, com uma mediana de 0,01%, correspondendo a uma diferença média de 31,6% a mais em ações

da empresa para a amostra dos investidores que detêm ações da empresa onde trabalham do que para a amostra dos que não trabalham na empresa<sup>3</sup>.

Com esta comparação podemos perceber que os trabalhadores de empresas de capital aberto detêm uma participação maior do que os demais, por conta do excesso de confiança, ou da familiaridade que eles consideram ter com a empresa onde trabalham.

**Tabela 2: Dados gerais da amostra**

	Quantidade e valores	Percentual
Total de Investidores da amostra	86	
Quantidade de ativos diferentes em posse dos investidores	121	
Média de portfólio	R\$ 413.496	
<i>Mediana</i>	R\$ 100.162	
Investidores que trabalham em empresa de capital aberto	43	50,0%
Investidores que possuem alguma ação da empresa onde trabalham	28	65,1%
<i>Média da participação no portfólio</i>		33,1%
<i>Mediana da participação no portfólio</i>		14,0%
Quantidade onde a ação da empresa é a maior do portfólio	15	17,4%
Participação média no portfólio dos investidores que não trabalham na empresa		1,1%
<i>Mediana da participação no portfólio</i>		0,01%
Média da diferença		31,6%
<i>Mediana da diferença</i>		14,0%

Quando separamos a amostra pelo tamanho do portfólio dos investidores, a metade com os maiores portfólios apresentam uma participação média no portfólio dos investidores que trabalham em empresas de capital aberto de 49,0% com uma mediana de 46,6%, enquanto que para a metade com os menores, a participação média fica em 16,4% com uma mediana de 0%.

Já para o percentual médio destas ações no portfólio daqueles que não trabalham em empresas de capital aberto, ficou em 1,8% para a primeira metade e 0,4% para a segunda. Para a diferença entre os investidores que trabalham em empresa de capital aberto e os que não trabalham, a diferença média fica em 46,6% com uma mediana em 45,8% para a metade dos investidores com os maiores portfólios. Para a outra metade a média da diferença fica em 15,9% com uma mediana de 0,1%.

<sup>3</sup> Foi realizado o estudo sem os ativos não ações e os resultados encontrados foram similares



**Tabela 3: Maiores vs. Menores Portfólios**

	Maiores		Menores	
	Quantidade	Percentual	Quantidade	Percentual
Investidores que trabalham em empresa de capital aberto	22	51,2%	21	48,8%
Investidores que possuem alguma ação da empresa onde trabalham	20	46,5%	8	18,6%
<i>Média desta participação no portfólio</i>		49,0%		16,4%
<i>Mediana desta participação no portfólio</i>		46,6%		0,0%
Quantidade onde a ação da empresa é a maior do portfólio	12	27,9%	3	7,0%
Participação média no portfólio dos investidores que não trabalham na empresa		1,76%		0,40%
<i>Mediana</i>		0,11%		0,00%
Média da diferença		46,64%		15,85%
<i>Mediana da diferença</i>		45,85%		0,00%

Fonte: Dados da amostra

No intuito de buscar uma maior certeza da participação das empresas no portfólio da amostra, realizamos outra análise considerando apenas aqueles investidores que trabalham em alguma empresa de capital aberto e esta não possua plano de remuneração em ações. Como descrito anteriormente, tal remuneração pode tornar obrigatório tais ações no portfólio do investidor por um período mínimo de tempo. Com esta premissa, a média de participação das empresas no portfólio dos investidores que trabalham em empresa de capital aberto fica em 34,9% com uma mediana de 20,3%. Já para os investidores que não trabalham em empresas de capital aberto, foram encontrados um percentual médio de 1,3% e uma mediana de 0%, resultando em uma diferença média de 33,5% a mais em ações da empresa para a amostra dos investidores que detêm ações da empresa onde trabalham.

**Tabela 4: Dados sub amostra de empresas que não pagam em ações**

	Quantidade	Percentual
Investidores que trabalham em empresa de capita aberto	8	9,3%
Investidores que possuem alguma ação da empresa onde trabalham	8	9,3%
<i>Média desta participação no portfólio</i>		34,9%

<i>Mediana desta participação no portfólio</i>		20,3%
Quantidade onde a ação da empresa é a maior do portfólio	2	2,3%
Participação média no portfólio dos investidores que não trabalham na empresa		1,3%
<i>Mediana</i>		0,0%
Média da diferença		33,5%
<i>Mediana da diferença</i>		17,3%

---

Fonte: Dados da amostra

Quando consideramos a hipótese de percentual de participação correlacionada com o desempenho da ação da empresa nos últimos 10 anos, identificamos 24 investidores que estão correlatos com este movimento. Destes, 9 que tiveram as ações da empresa com desempenho acima do Ibovespa, possuem uma participação acima da média da amostra. Outros 15, em que o desempenho foi abaixo, possuem uma participação abaixo da média.

Para a regressão entre o desempenho das ações e a participação no portfólio, identificamos ser significativa em 86,4% e com coeficiente de interseção positivo, o que nos mostra que o desempenho passado das ações tem impacto sobre a posição atual do portfólio do investidor que trabalha em empresa de capital aberto.

**Tabela 5: Participação no portfólio vs Retorno histórico da ação**

	Quantidade	Percentual
Participação acima da média	16	37,2%
Participação abaixo da média	27	62,8%
Ações com retorno histórico acima do Ibovespa	21	48,8%
Ações com retorno histórico abaixo do Ibovespa	22	51,2%
Participação acima da média e retorno da ação acima do Ibovespa	9	37,5%
Participação abaixo da média e retorno da ação abaixo do Ibovespa	15	62,5%
<b>Investidores com participação acima/abaixo da média vs Retorno histórico da ação acima/abaixo do Ibovespa</b>	<b>24</b>	<b>55,8%</b>

Fonte: Dados da amostra

Tais dados apresentados, nos mostram que os investidores da nossa amostra que trabalham em alguma empresa de capital aberto levam em consideração o retorno histórico da ação, pois 24 (55,8%) deles estão de acordo com o retorno da ação se comparado com o retorno histórico do Ibovespa.

Estes resultados de participação das ações no portfólio também podem ser decorrentes da própria valorização das ações, indicando que os investidores poderiam não estar fazendo o rebalanceamento dos seus portfólios.

## **5. CONCLUSÕES FINAIS**

O artigo mostrou uma análise dos portfólios de investidores que trabalham em empresas de capital aberto e principalmente da participação que estas ações possuem no portfólio destes.

Constatou-se que os funcionários investem sim em ações das empresas onde trabalham e, na sua maioria, estes percentuais são maiores do que nas demais empresas em que investem o que vem em linha com Huberman (1999).

Além disso, os investidores que trabalham na empresa investem mais nestas empresas do que os investidores que não trabalham, conforme constatado pelos diversos testes com a amostra e sub-amostras.

Por definição, também vamos em linha com os autores [Cooper e Kaplains(1994), Kang e Stulz (1996) e French e Porterba (1991)], pois não encontramos nenhum ativo estrangeiro nos portfólios analisados, uma vez que estes poderiam conter ativos estrangeiros listados na bolsa brasileira.

Quando a amostra foi separada pelo retorno histórico das ações em comparação ao Ibovespa, identificou-se, também em linha com Benartzi (2001), que os investidores que trabalham em empresas que tiveram um retorno acima do Ibovespa nos últimos 10 anos, possuem uma participação acima da média da amostra de investidores que trabalham em empresas de capital aberto. O contrário também foi identificado, com empresas que tiveram retornos abaixo do Ibovespa.

Como sugestão para extensão do estudo, temos que o teste de comparação de investimentos em relação ao histórico de retorno das ações poderia ser refeito incluindo-

se o histórico de posições dos investidores ao invés de uma amostra única. Além disso, poderia ser testado se o retorno futuro está correlacionado com a proporção investida na empresa onde o investidor trabalha.

## **BIBLIOGRAFIA**

**AHEARNE, Alan G.; GRIEVER, William L.; WARNOCK, Francis E.. Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. Journal of International Economics, Volume 62, Issue 2, pp. 313-336, 2004.**

**ALEXEV, Vitali; TAPON, Francis. Equity Portfolio Diversification: How Many Stocks are Enough? Evidence from Five Developed Markets. FIRN Research Paper, 2012**

**BARBER, Brad M.; ODEAN, Terrance. Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. The Quarterly of Economics, 116 (1), pp. 261-292, 2001.**

**BENARTZI, Shlomo; KAHNEMAN, Daniel; THALER, Richard. Optimism and Overconfidence in Asset Allocation Decisions. Disponível em <[http://www.behaviouralfinance.net/optimism/Morningstar\\_com%20Optimism%20and%20Overconfidence%20in%20Asset%20Allocation%20Decisions.htm](http://www.behaviouralfinance.net/optimism/Morningstar_com%20Optimism%20and%20Overconfidence%20in%20Asset%20Allocation%20Decisions.htm)>, Abril 1990, acesso em 30/06/2015.**

**BENARTZI, Shlomo. Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(K) Accounts to Company Stock. The Journal of Finance, Volume 56, Issue 5, pp. 1747-1764, 2001.**

**BM&FBOVESPA. Histórico de Pessoas Físicas. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>>, Junho 2015, acesso em 30/06/2015.**

**CHOI, James J.; LAIBSON, David; MADRIAN, Brigitte; METRICK, Andrew. Employees' Investment Decisions about Company Stock. The National Bureau of Economic Research, No 10228, 2004.**

**COEURDACIER, Nicolas; REY, Hélène. Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics. The National Bureau of Economic Research, No 17691, 2011.**

**COHEN, Lauren. Loyalty-Based Portfolio Choice. The Review of Financial Studies, 22 (3), pp. 1213-1245, 2009.**

- COOPER, Ian; KAPLANIS, Evi.** Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium. *The Review of Financial Studies*, 7 (1), pp. 45-60, 1994.
- COVAL, Joshua D.; MOSKOWITZ, Tobias J.** The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices. CRSP Working Paper, No 502, 1999.
- COVAL, Joshua D.; MOSKOWITZ, Tobias J.** Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance*, 54, 1999.
- DELLAVIGNA, Stefano.** Psychology and Economics: Evidence from the field. *Journal of Economic Literature*, 47:2, pp. 315-372, 2009.
- FRENCH, J. Lawrence.** Employee Perspective on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control? *The Academy of Management Review*, Volume 12, No 3, pp 417-435, 1987.
- FRENCH, Kenneth R.; POTERBA, James M.** Investor Diversification and International Markets. *The National Bureau of Economic Research*, No 3609, 1991.
- GOETZMANN, William N.; KUMAR, Alok.** Equity Portfolio Diversification. *National Bureau of Economic Research*. Cambridge: 2001.
- HEATH, Chip; TVERSKY, Amos.** Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, Volume 4, Issue 1, pp. 5-28, 1991.
- HUBERMAN, Gur.** Familiarity Breeds Investment. *The Review of Financial Studies*, 14 (3), pp. 659-680, 2001.
- HUBERMAN, Gur; SENGMULLER, Paul.** Company Stock in 401(K) Plans. Annual Conference Paper, No 659. EFA: 2003.
- HWANG, Soosung; SATCHELL, Stephen E.** The Impact of Optimistic and Pessimistic Preferences on Decision Making. Disponível em < <http://ssrn.com/abstract=2306023>>, Agosto 2013, acesso em 05/06/2015.
- IVKOVIC, Zoran; SIALM, Clemens; WEISBENNER, Scott.** Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors. *National Bureau of Economic Research*. Cambridge: 2004.
- IVKOVIC, Zoran; WEISBENNER, Scott.** Local Does as Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments. *The Journal of Finance*, Vol. LX, 2001
- KAHNEMAN, Daniel; RIEPE, Mark W.** Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management*, Volume 24, No 4, pp. 52-65, 1998.
- KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos.** On the reality of cognitive illusions. *Psychology Review*, 103, pp. 582-591, 1996.

**KANG, Jun-Koo; STULZ, Rene M.. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. Journal of Financial Economics, Volume 46, Issue 1, pp. 3-28, 1997.**

**LANGER, Ellen J..The Illusion of Control.Journal of Personality and Social Psychology, Volume 32 (2), pp. 311-328, 1975.**

**LEWIS, Karen K.. Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption. Journal of Economic Literature, Volume 37, No 2, pp. 571-608, 1999.**

**LIANG, Nellie; WEISBENNER, Scott. Investor Behavior and the Purchase of Company Stock in 401(K) Plans – The Importance of Plan Design. Investment management. National Bureau of Economic Research. Cambridge: 2002.**

**LINTNER, John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistics, Volume 47, No 1, pp. 13-37, 1965**

**MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. Journal of Finance 7, pp. 77-91, 1952.**

**MERTON, Robert C..A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. The Journal of Finance, Volume 42, Issue 3, pp. 483-510, 1987.**

**MIRANDA, Kléber F.; Tomé, Weberson C.; Gallon, Alessandra V.. Evidenciação da Remuneração Variável nas Melhores Empresas para se Trabalhar Listadas na BM&FBovespa: um Estudo à Luz dos CPCs 10 e 33. Pensar Contábil, Rio de Janeiro, Volume 13, N 51, pp. 35 - 47, 2011.**

**MORSE, Adair; SHIVE, Sophie.Patriotism in Your Portfolio. Journal of Financial Markets, Volume 14, Issue 2, pp. 411-440, 2011.**

**RAUH, Joshua D.. Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense? Journal of Financial Economics, 81, pp. 379-410, 2006.**

**SHARPE, William F.. Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance, Volume 19, No 3, pp. 425-442, 1964.**

**TESAR, Linda; WERNER, Ingrid M..Home bias and high turnover. Journal of International Money and Finance, Volume 14, Issue 4, pp. 467-492, 1995.**

**WEINSTEIN, Neil D..Unrealistic optimism about future life events.Journal of Personality and Social Psychology, Volume 39 (5), pp. 806-820, 1980.**