

DENIS NAKAHARA

Finanças comportamentais: um estudo sobre vieses cognitivos

Denis Nakahara

Finanças comportamentais: um estudo sobre vieses cognitivos

Trabalho de Graduação apresentado ao Conselho de Curso de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica da Faculdade de Engenharia do Campus de Guaratinguetá, Universidade Estadual Paulista, como parte dos requisitos para obtenção do diploma de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica.

Orientadora: Prof. Me. Lúcia Centurião

Guaratinguetá
2022

N163f	Nakahara, Denis Finanças comportamentais: um estudo sobre vieses cognitivos / Denis Nakahara – Guaratinguetá, 2022. 55 f. : il. Bibliografia: f. 52-55 Trabalho de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica – Universidade Estadual Paulista, Faculdade de Engenharia de Guaratinguetá, 2022. Orientadora: Profª. Me. Lúcia Centurião 1. Investidores (Finanças). 2. Processo decisório. 3. Ações (Finanças). I. Título. CDU 65.012.4
-------	--

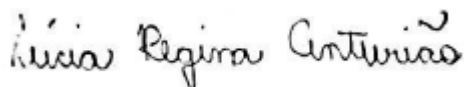
DENIS NAKAHARA

ESTE TRABALHO DE GRADUAÇÃO FOI JULGADO ADEQUADO COMO
PARTE DO REQUISITO PARA A OBTENÇÃO DO DIPLOMA DE
GRADUADO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA

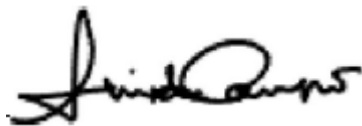
APROVADO EM SUA FORMA FINAL PELO CONSELHO DE CURSO DE
GRADUAÇÃO EM NOME DO CURSO

Prof. Dr. Maurício César Delamaro
Coordenador

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Prof. Me. Lúcia Centurião
Orientador/UNESP-FEG



Prof. Dr. Armindia Eugenia Marques Campos
UNESP-FEG



Prof. Dr. Elton Eustaquio Casagrande
Membro Externo

Março de 2022

DADOS CURRICULARES

DENIS NAKAHARA

NASCIMENTO	16.03.1994 – Resende / RJ
FILIAÇÃO	Mario Nakahara Aparecida Okamoto Nakahara
2014/2022	Engenharia de Produção Mecânica Universidade Estadual Paulista – “Júlio de Mesquita Filho”

dedico este trabalho
de modo especial, à minha família

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus por todos os momentos, sejam ruins ou bons, que tive durante minha graduação. Agradeço ao meu pai Mario Nakahara e à minha mãe Aparecida Okamoto Nakahara por terem me proporcionado todo suporte possível durante essa jornada. Foi um caminho repleto de aprendizado, experiências, vivências, mas que certamente me fizeram amadurecer muito. Gostaria de agradecer aos meus dois cães queridos Bento e Pietro que nos momentos finais da graduação me deram muito apoio emocional e muito amor incondicional.

Um agradecimento, em particular, a minha amada esposa Jenifer Faval, que desde o primeiro ano de graduação esteve comigo e me apoiou em todas as minhas decisões, sempre atenciosa, companheira e amiga nos momentos mais árduos e frustrantes.

Durante toda essa trajetória tentei aprender de todas as formas, com todas as pessoas possíveis com quem tive contato. Tentei sempre crescer pessoalmente e profissionalmente, sempre extraindo a melhor versão de mim, sempre buscando aprender principalmente com os erros que cometi. Acredito que hoje sou uma versão melhorada do que quando iniciei a graduação. Por isso, agradeço aos meus colegas, amigos e professores que foram cruciais para a minha formação não somente acadêmica, mas cidadã e humana. Por fim, mas não menos importante, gostaria de agradecer à nossa querida Professora Andreia, que foi mais do que uma professora para mim, foi uma grande conselheira e, com certeza, um grande ser humano.

“O dinheiro não te compra felicidade, mas a
falta de dinheiro certamente compra a miséria.”
Daniel Kahneman

RESUMO

O presente estudo apresenta uma demonstração de como o agente econômico, no mercado de ações, tomam certas decisões com tendências não racionais, ao contrário do que se espera pelos preceitos da teoria econômica tradicional. Dessa forma, elaborou-se uma revisão sistemática crítica da produção teórica acerca da temática, contrapondo a teoria a evidências observadas no mercado acionário. Decisões verificadas em certas circunstâncias, no mercado de ações, vão contra o procedimento que os agentes aparentemente adotariam conforme os princípios da teoria econômica convencional. Constatou-se que os vieses cognitivos, em momentos de tomadas de decisões sob incertezas, são capazes de gerar resultados financeiros negativos. Das tendências comportamentais, o estudo ressalta as seguintes tendências: o comportamento de manada, o excesso de confiança, a teoria do prospecto, a ancoragem, o *status quo* e o efeito posse. O trabalho aponta, também, maneiras de reduzir ou evitar a influência dos vieses cognitivos no comportamento dos agentes durante suas decisões.

PALAVRAS-CHAVE: Finanças comportamentais. Vieses cognitivos. Tomada de decisão. psicologia do investidor. Hipótese de mercado eficientes.

ABSTRACT

The present study shows a demonstration of how the economic agent, in the stock market, makes certain decisions with non-rational tendencies, contrary to what is expected by the precepts of traditional economic theory. Thus, a critical systematic review of the theoretical production on the theme was elaborated, contrasting the theory with evidence observed in the stock market. Decisions verified in unique circumstances go against the procedure that agents would apparently need to adopt according to the principles of conventional economic theory. It was found that cognitive biases, in moments of decision-making under uncertainties and complex, can generate negative financial results. Of behavioral trends, the study highlights such: herd behavior, overconfidence, prospectus theory, anchorage, status quo, and possession effect. The study also points out ways to reduce or avoid the influence of cognitive biases on the behavior of agents during their decisions.

KEYWORDS: Behavioral finance. Cognitive biases. Decision making. Investor psychology. Efficient market hypothesis

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Organograma 1 – Fluxo de atividades do estudo	17
Gráfico 1 – Retornos acumulativos anormais antes da aquisição de empresas.....	19
Gráfico 2 – Reação dos preços das ações diante das notícias divulgadas pela CNBC.....	20
Figura 1 – Experimento das linhas de Asch	28
Figura 2 – Neuroimagem da atividade no córtex pré-frontal mediano	33
Gráfico 3 – Função de valor hipotético da Teoria da Perspectiva.....	36

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

HME	Hipótese de Mercados Eficientes
FC	Finanças Comportamentais
MTF	Moderna Teoria de Finanças

LISTA DE SÍMBOLOS

US\$ dólar
R\$ real

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	OBJETIVO GERAL	15
1.2	DELIMITAÇÃO	15
1.3	JUSTIFICATIVA	15
2	MÉTODOS DE PESQUISA	17
3	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	18
3.1	HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTES	18
3.2	FINANÇAS COMPORTAMENTAIS	23
3.3	MERCADO DE AÇÕES	24
3.4	TENDÊNCIAS COMPORTAMENTAIS E VIESES COGNITIVOS	25
3.4.1	Comportamento de Manada	28
3.4.2	Autoconfiança Excessiva	31
3.4.3	Teoria do Prospecto	35
3.4.4	Ancoragem	41
3.4.5	<i>Status Quo</i>	45
3.4.6	Efeito Posse	48
4	CONCLUSÃO	51
	REFERÊNCIAS	52

1 INTRODUÇÃO

Os estudos elaborados sobre Finanças Comportamentais começaram a ser desenvolvidos a fim de investigar as distinções observadas empiricamente entre prática e teoria da Moderna Teoria de Finanças. Há uma vasta gama de fatos empíricos, em artigos científicos, que evidenciaram, não de modo antagônico, a princípio, que o Modelo Canônico, ou a Moderna Teoria de Finanças (MTF) seria a origem de uma sequência natural de FC. Esse trabalho estuda as heurísticas da representatividade, disponibilidade e ancoragem, explorando episódios do mundo real que podem dar embasamento à fundamentação teórica.

O presente trabalho de graduação procura revisar o tema de Finanças Comportamentais (FC), subdivisão interdisciplinar da Economia, cujo estudo trata da influência da psicologia humana nas decisões dos agentes no mercado financeiro. Realizou-se um estudo sobre vieses cognitivos, principalmente relacionados ao mercado de ações. Os vieses são caracterizados como desvios sistemáticos no comportamento humano durante tomadas de decisões, mais especificamente, no comportamento dos operadores diante de suas atuações na bolsa de valores, devido à sua intrínseca volatilidade.

Este trabalho aborda também o assunto (elemento) da racionalidade plena dos agentes, que é questionado por meio das evidências empíricas com observações do mercado de ações. Determinadas atitudes, observadas no mercado acionário, vão contra o padrão que os agentes, supostamente, deveriam adotar de acordo com os princípios da teoria econômica convencional. Nesse aspecto, foram analisados os desvios comportamentais mais relevantes: o excesso de confiança - quando os agentes possuem muita convicção de suas decisões, mesmo em situações incertas e complexas, pois acreditam que encontraram padrões familiares e estão crentes que esses padrões irão se repetir no futuro; efeito manada - tendência do agente em executar a mesma ação do grupo; ancoragem - a tendência em superestimar certas referências irrisórias; efeito posse - quando o agente supervaloriza suas próprias ações apenas por tê-las; teoria do prospecto, - o viés da aversão à perda; e o *status quo* - a predisposição à inalterabilidade.

Entende-se como Moderna Teoria de Finanças como sendo o conjunto de modelos financeiros que apresentam, em comum, as hipóteses de que os investidores têm crenças racionais, maximizam a utilidade esperada e não há fricções de mercado. Em um aspecto geral, conforme Iquiapaza, Amaral e Bressan (2009), o primeiro modelo financeiro, sob tais hipóteses da MTF, foi desenvolvido com a teoria de portfólio de Markowitz (1952). Nesse trabalho, o

autor discorre que é possível maximizar os investimentos através da diversificação do portfólio, ou seja, não aplicar todo o capital em apenas uma única fonte, mas sim capitalizar lucros em várias fontes, para mitigar os riscos de perda em somente um único local.

A MTF, de acordo com Yoshinaga e Ramalho (2014, p. 596), “tem como premissas que os agentes econômicos decidem mediante racionalidade ilimitada, têm aversão ao risco e objetivam maximizar a utilidade esperada a cada decisão tomada”. Entretanto, o processo de decisão dos indivíduos é constituído por meio de limites à racionalidade, conforme Simon (1955), que questionou tal paradigma vigente, ajudando a dar início aos estudos em Finanças Comportamentais.

Todas as negociações, no mercado financeiro, são realizadas de acordo com regulamentos, normas e fiscalizações; e a tomada de decisões dos agentes investidores são feitas com base em informações, especulações e outras características irracionais. A economia clássica, no molde da microeconomia e macroeconomia, na qual os investidores sempre vão fazer todas as mesmas análises e vão fazer sempre as mesmas escolhas, foi se redefinindo por meio de estudos comportamentais sobre os agentes de mercado, notadamente os investidores. Assim, as FC têm como objetivo estudar a influência dos fatores psicológicos, comportamentais e cognitivos nas tomadas de decisões (COSTA, CARVALHO e MOREIRA, 2019). Uma das maneiras de explicar as ações anômalas, efetuadas pelos agentes de modo não racional, é por meio de um vasto estudo sobre as evidências psicológicas, de modo experimental, do comportamento humano, que evidenciam os vieses sistemáticos, ou seja, erros sistemáticos na tomada de decisão.

Nesta visão, a análise do mercado financeiro está em uma transição, partindo do uso dos preceitos fundamentais da Finança Neoclássica para o uso de uma estrutura baseada nos fatores psicológicos. A MTF possui um enquadramento sistemático e rigoroso, e supõe irrealista a hipótese de racionalidade plena dos investidores. Ou seja, conforme Yoshinaga *et al.* (2008) “as teorias tradicionais de Finanças, em sua quase totalidade, foram construídas a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes”. Nesse aspecto, as Finanças Comportamentais são conceituadas pela aplicação e análise da psicologia sobre as tomadas de decisão dos agentes investidores, substituindo os pressupostos neoclássicos por contrapartes comportamentais.

A HME é questionada pelas Finanças Comportamentais por meio da crença que os agentes econômicos não tomam decisões de forma exclusivamente racional, ou seja, eles utilizam frequentemente heurísticas, como processos decisórios simplificados, para suas decisões (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979). Posto isso, as Finanças Comportamentais

possuem aspectos relevantes que utilizam suposições baseadas em descobertas relativas ao desvio comportamental, que distancia os agentes dos padrões de racionalidade. Portanto, visto como um campo em destaque, as Finanças Comportamentais são baseadas na aplicação da psicologia com finalidade de ampliar a compreensão sobre as tomadas de decisão de investimento. As Finanças Comportamentais referem-se a uma transformação do paradigma financeiro de uma estrutura neoclássica para uma estrutura com embasamento psicológico (SHEFRIN, 2010), explicando, dessa forma, as anomalias de previsibilidade nos retornos dos ativos e movimentos de mercado.

1.1 OBJETIVO GERAL

Com base em revistas, livros e artigos acadêmicos, este trabalho mostra as relações entre as anomalias observadas no mercado financeiro, em específico no mercado de ações, e os fatores psicológicos inerentes ao agente econômico. O objetivo geral do presente estudo é apresentar os principais vieses cognitivos observados pelos principais estudiosos de Finanças Comportamentais.

1.2 DELIMITAÇÃO

Finanças Comportamentais é um tema de estudo bastante vasto, pois o campo, em geral, discorre sobre diversos problemas no mercado financeiro que envolvem a psique humana e suas consequências. O presente trabalho se limita a analisar os vieses cognitivos nas tomadas de decisões dos agentes econômicos e como tais decisões refletem-se em anomalias no mercado de capitais. Tal estudo foi elaborado a partir de observações empíricas de anomalias no mercado de ações, em contraponto à Hipótese de Mercados Eficientes, na qual uma das premissas é a racionalidade plena do investidor.

1.3 JUSTIFICATIVA

O investidor, no mercado de capitais, não apresenta somente aspectos racionais em suas tomadas de decisões. Há diversos fatores que podem interferir em suas decisões, sendo todos esses fatores não relacionados à suposta racionalidade dos mercados ou da equanimidade de informações para tomada de decisão. Seus comportamentos, muitas vezes, não são

determinados apenas pela racionalidade, ou seja, existem fatores externos e emocionais que podem afetar decisões e suas consequências sobre a previsibilidade dos retornos dos ativos. As Finanças Comportamentais tentam, através de uma análise qualitativa e empírica, compreender quais são essas características que influenciam a Anomalia da Previsibilidade do retorno dos ativos (LIMA, 2003).

Por não considerarem muitas vezes o fator emocional dos agentes na prática, certos modelos de previsão de valores dos ativos não funcionam adequadamente. Nesse contexto, Yoshinaga, *et al* (2008, p. 26) inferem: “alguns dos estudos mais importantes na área de Finanças Comportamentais mostram que em uma economia na qual agentes racionais e irracionais interagem, a irracionalidade pode influenciar significativamente os preços dos ativos”.

Portanto, a relevância deste trabalho é na obtenção de uma melhor análise e compreensão dos vieses cognitivos que interferem nas tomadas de decisão dos investidores, em contraponto à Hipótese de Mercados Eficientes, para entender a maneira como os agentes pensam quando tomam decisões, e levando à otimização dos desempenhos no mercado financeiro.

Tal trabalho tem sua relevância também, pois de acordo com um estudo realizado pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), de maio de 2019 até novembro de 2020, houve um aumento expressivo de investidores. A nova safra de investidores tem um perfil jovem, em torno de 32 anos. Dentre os levantamentos apontados por essa pesquisa, a mídia digital é a principal fonte de informação das pessoas físicas que investem (B3, 2020). Assim, por mais que tenham acesso às informações via mídias digitais, os novos investidores, com perfil jovem, muitas vezes sem qualquer preparo ou conhecimento sobre a presença de vieses em suas decisões financeiras, acabam gerando resultados negativos.

Sob a ótica acadêmica, essa é uma discussão relevante para o campo da engenharia de produção, subárea engenharia econômica, dado que esta subárea tem como um dos objetos de estudo a microeconomia e o comportamento dos indivíduos.

2 MÉTODOS DE PESQUISA

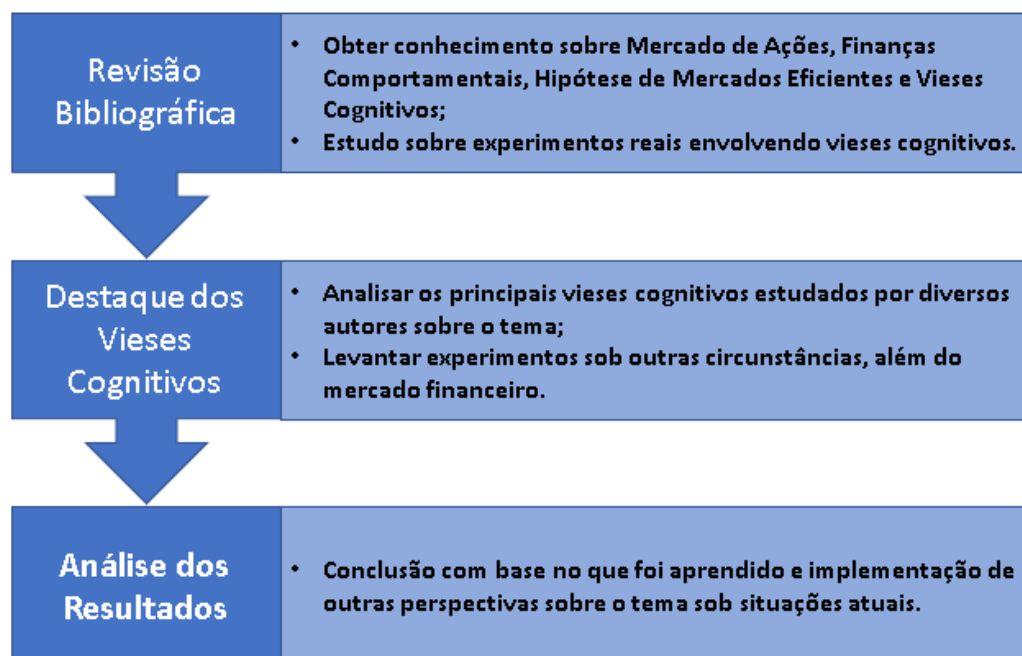
O trabalho utilizou à pesquisa bibliográfica sistemática, analisando artigos, livros e experimentos de estudiosos sobre a Psicologia Econômica. Dessa maneira, trata-se de um trabalho descritivo, pois expõe as propriedades cognitivas nas tomadas de decisões das pessoas, em mercado de capitais, e demonstra se os fatores emocionais interferem tais decisões.

A metodologia de pesquisa bibliográfica desse trabalho é fundamentada na investigação dos estudos realizados pelos autores sobre o tema. Correa (2016) afirma que “esse tipo de pesquisa possibilita o exame de variados escritores, tomando abundantes as fontes a respeito do assunto” (ZAMBONI, 2016, p. 13). Nesse aspecto, tal metodologia gera um fundamento teórico ao material estudado e amplifica o repertório de conhecimento sobre o tema. Assim, o pesquisador fica engajado de modo zeloso na coleta de dados e informações, de acordo com Lakatos e Marconi:

A pesquisa bibliográfica permite compreender que, se de um lado a resolução de um problema pode ser obtida através dela, por outro, tanto a pesquisa de laboratório quanto à de campo (documentação direta) exigem, como premissa, o levantamento do estudo da questão que se propõe a analisar e solucionar. A pesquisa bibliográfica pode, portanto, ser considerada também como o primeiro passo de toda pesquisa científica (LAKATOS e MARCONI, 1992, p. 44).

Através dos recursos citados, esse trabalho seguiu rigidamente o seguinte cronograma:

Organograma 1 - Fluxo de atividades do estudo



Fonte: Produção do próprio autor.

3 REVISÃO DA LITERATURA

3.1 HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES

O significado de racionalidade, em Finanças Comportamentais e Hipótese de Mercados Eficientes, vai além do significado literal do termo. Sob esses tópicos, racionalidade é a utilização de toda capacidade cognitiva na ausência de emoções. Conforme Shefrin e Statman inferem: “se você for racional e sofrer um prejuízo, você vende, assume o prejuízo fiscal e segue adiante, mas se você for uma pessoa normal, vender com prejuízo dilacera o coração” (SHEFRIN e STATMAN, 1985).

A década de 1950 foi o período no qual as análises computacionais apareceram pela primeira vez na área da economia, no estudo de séries temporais econômicas.

Conforme Bodie, Kane e Marcus, acreditava-se que o progresso computacional impulsionaria na tentativa de previsão dos ativos.

Os teóricos do ciclo econômico acreditavam que traçar a evolução de diversas variáveis econômicas ao longo do tempo esclareceria e preveria o progresso da economia durante ciclos de crescimento e queda. Um candidato natural para essa análise era o comportamento dos preços do mercado acionário ao longo do tempo. Supondo que os preços das ações sejam um reflexo das perspectivas da empresa, padrões recorrentes de picos e vales no desempenho econômico deveriam se evidenciar nesses preços (BODIE, KANE e MARCUS, 2015, p. 305).

Entretanto, Kendall e Hill (1953), após examinarem essa proposição, que supostamente são um reflexo de padrões regulares, constaram que não há como identificar padrões que possam prever os preços das ações.

Os preços pareceriam evoluir aleatoriamente. Eles tinham a mesma probabilidade de subir e descer em qualquer dia, independentemente do desempenho passado. Os dados não ofereciam nenhum meio para prever as mudanças (BODIE, KANE e MARCUS, 2015, p. 305)

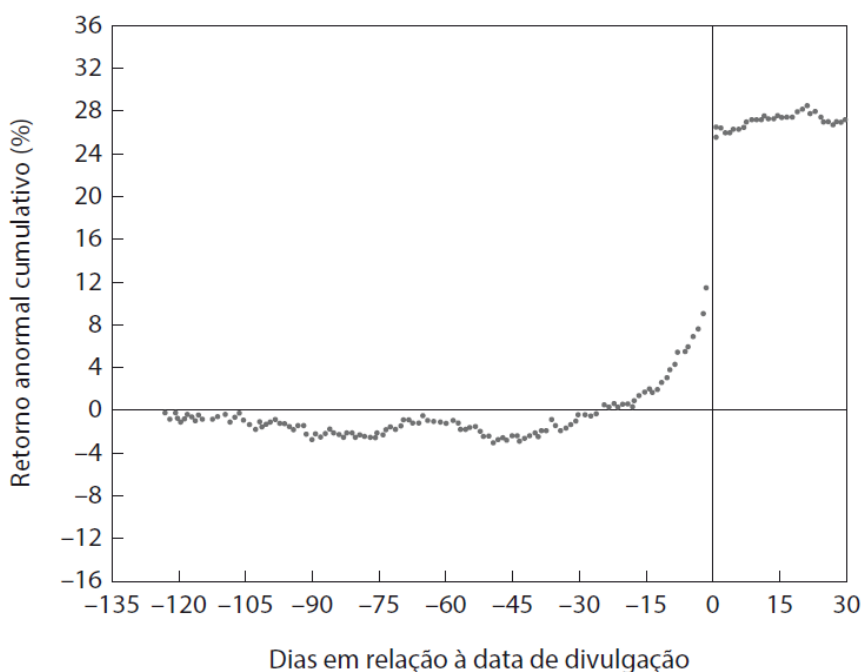
Mesmo que haja um modelo de previsão de desempenho futuro, que permita aumentar o desempenho dos agentes, isso causaria uma mudança atual no mercado de ações, visto que os agentes, ao saberem de tal informação, tentariam agir antes. Ou seja, conforme Bodie, Kane, Marcus (2015, p. 306), “a previsão de um desempenho futuro favorável provoca, ao contrário, um desempenho atual favorável, visto que todos os participantes do mercado tentam entrar em ação antes do salto de preço”. Nesse aspecto, mesmo que, hipoteticamente, Kendall e Hill conseguissem encontrar um modelo de padronização para prever os preços das ações, tal “previsão de um aumento futuro no preço provocaria um aumento de preço imediato”, conforme Bodie,

Kane, Marcus (2015, p. 332). Ou seja, a boa notícia, implícita ao modelo de previsão, alteraria imediatamente o preço das ações. Dessa forma, podemos dizer que qualquer informação, que possa ser usada para tentar prever o progresso das ações, provavelmente já teria sido refletida nos seus preços. Ou seja, se as informações fossem previsíveis, elas já fariam parte do que se tem no presente. Portanto, por definição, todas as novas informações não são, por regra, previsíveis.

Keown e Pinkerton (1981) relataram, em seus estudos retornos cumulativos anormais antes de tentativas de controle de empresas que foram o centro de tentativas de aquisição. Em sua grande maioria, as empresas adquirentes, ou seja, aquelas que se tornaram proprietárias, pagaram um valor relativamente maior do que o mercado atual. Logo, a divulgação da informação a respeito de uma tentativa de aquisição teria que fazer com que preço da ação subisse. Como podemos ver o gráfico 1 mostra a reação dos preços a novas informações em um mercado eficiente. Nesse gráfico, há representado a reposta dos preços de ações de uma amostra de empresas que foram alvo de tentativas de aquisição. Conforme Bodie, Kane e Marcus (2015) explicam:

Na maioria das aquisições, a empresa adquirente paga um preço consideravelmente superior ao preço de mercado atual. Portanto, a divulgação de uma tentativa de aquisição deveria fazer o preço da ação subir. A figura mostra que os preços das ações aumentam acentuadamente no dia em que a notícia se torna pública. Porém, não há nenhuma outra mudança nos preços após a data de divulgação, o que indica que os preços refletem a nova informação, incorporando a provável magnitude do prêmio da aquisição, até o final do dia de negociação.

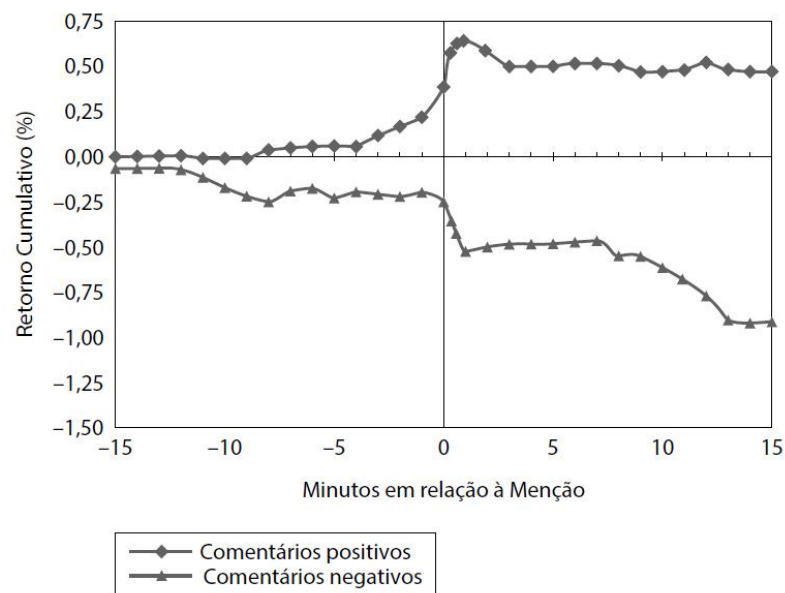
Gráfico 1 - Retornos acumulativos anormais antes de uma tentativa de aquisição de empresas.



Fonte: Adaptada de Keown e Pinkerton (1981).

Outro estudo, com evidências ainda mais contundentes e de resposta rápida a novas divulgações de informações, foi o de Busse e Green (2002), no qual acompanharam-se os preços das ações a cada minuto de empresas que foram citadas nos programas da CNBC, famosa emissora norte-americana. No gráfico 2, o minuto 0 corresponde ao momento em que a ação é citada nos programas. A linha superior indica a mudança do preço médio das ações que são atribuídas comentários de cunho positivo, já a inferior é a linha que indica os comentários negativos. Nota-se que a linha superior começa a se estabilizar em torno de 5 minutos após a divulgação, já a inferior fica estabilizada 12 minutos depois, mostrando que o mercado já refletiu totalmente as informações transmitidas.

Gráfico 2 – Gráfico da reação dos preços das ações diante das notícias divulgadas pela CNBC.



Fonte: Adaptada de Busse e Green (2002).

Nesse aspecto, distante de ser uma evidência da irracionalidade dos agentes, os preços das ações seriam um reflexo da concorrência entre os agentes completamente racionais, que estão procurando informações cruciais sobre quais ações podem ser vendidas ou compradas antes que a grande massa do mercado tenha acesso a tais informações, devendo seguir uma aleatoriedade dos movimentos dos títulos. Isto posto, a hipótese de que as ações são uma consequência de todas as informações disponíveis, deu-se início a chamada HME.

“*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, escrito por Eugene Fama, em maio de 1970, na *University of Chicago*, discorre sobre as pressuposições da teoria sobre a aleatoriedade dos movimentos dos títulos. A premissa fundamental que dá suporte a teoria econômica moderna é a racionalidade plena humana, ou seja, os agentes são aptos a processar, de modo ótimo, todas as informações disponíveis. Além disso, considera que as decisões são apenas racionais, objetivas, e que quando os ativos são precificados, todas as informações disponíveis são consideradas de maneira homogênea, precisa e rápida, independentemente do tempo. Nesse caso, no entanto, “se os mercados forem racionais, não deveria ter diferenças sistemáticas entre os preços de ações e o valor do título, baseado no valor presente do fluxo de caixa previsto para os portadores do título”, conforme Elton *et al.* (2004, p. 376).

Conforme Yoshinaga, *et al.* (2008, p. 27), “na visão de muitos economistas, ainda que parte dos agentes dos mercados atue de forma irracional, a Hipótese de Mercados Eficientes prevalecerá”. Entretanto, por diversas razões que não nos cabe debater, senão apenas analisar, o mercado não se comporta em termos práticos no sentido de materializar a HME como prática efetiva. Como se verá, a subjetividade é componente importante dos mercados de capitais em termos globais. Ser racional, em teoria econômica, é tomar decisões sem a influência das emoções e com toda a capacidade cognitiva e técnica.

Segundo Fama (1970), a HME, nesse contexto, infere, essencialmente, que todas as informações disponíveis sobre empresas emissoras de títulos no mercado de capitais, bem como sobre as instituições financeiras que as apoiam, são refletidas no preço dos ativos, o que exclui ganhos incomuns para os investidores. No entanto, para que isso seja viável, deve-se levar em consideração que não há custos de informação e transação (ELTON, GRUBER e BROWN, 2004), o que não é verdadeiro.

Os primordiais fundamentos da HME são baseados em três condições, para a verificação da eficiência dos mercados, que são:

- As negociações de alguns investidores considerados irracionais, ou não racionais, são consideradas aleatórias, anulando-se e não havendo nenhum efeito prático no mercado;
- Todos os investidores são racionais e precificam os ativos de modo racional (objetivo, lógico);
- O comportamento dos investidores não racionais é equivalente e os investidores racionais representam a maioria do mercado, assim a influência nos preços das ações é eliminada.

Dessa forma, portanto, para que todas as decisões sejam racionais, as informações, das

empresas emissoras de títulos, devem ser acuradas, exatas e homogêneas, ou seja, todas as decisões racionais dependeriam apenas de informações perfeitas, sem dados privilegiados ou informações não reveladas ao mercado.

A seguir, consideramos a existência de três categorias, para classificamos a HME, propostas originalmente por Fama (1970), cujos artigos são o que fundamentam a HME:

- Forma fraca: os preços das ações refletem todas as informações, que são deduzidas através de uma análise dos dados de negociação do mercado, por exemplo, o volume de negociações, histórico de preços passados, ou número de ações vendidas. Essa categoria indica que a análise de tendências não é efetiva. Os dados antigos não apresentam nenhum custo e podem ser publicamente consultados. Dessa maneira, a forma fraca infere que, se em algum momento esses dados tivessem dado origem a modelos confiáveis de desempenho futuro, todos os agentes já teriam, há muito tempo, explorado tais modelos. No final, os sinais perdem sua força quando se tornam publicamente conhecidos, pois um sinal de compra, por exemplo, aumentaria imediatamente o valor nos preços das ações. Ou seja, “dados passados sobre preços das ações não têm utilidade para prever mudanças futuras”, conforme Gitman e Joehnk (2005);
- Forma semiforte: tenta especificar a velocidade com que os preços dos ativos refletem novas informações públicas (FAMA, 1991). Conforme Gitman e Joehnk (2005, p. 278) “a forma semiforte da hipótese de mercado eficiente sustenta que lucros anormalmente altos não podem ser ganhos consistentemente usando-se informações publicamente disponíveis”. Ou seja, as informações publicamente disponíveis com relação às concepções de uma empresa já devem estar refletidas no preço das ações;
- Forma forte: defende que os preços das ações refletem as informações públicas ou privadas que são cruciais à empresa, até aquelas que são consideradas internas. Ou seja, conforme Gitman e Joehnk (2005, p. 279) “a forma forte da hipótese de mercado eficiente sustenta que não há informação, pública ou privada, que permita que os investidores ganhem lucros anormais consistentemente”.

Apesar da Hipótese de Mercados Eficientes (HME) considerar os agentes racionais e, portanto, suas decisões como sendo baseadas nos preços das ações, que são um reflexo total de todas as informações disponíveis no mercado (FAMA, 1991), do ponto de vista das Finanças Comportamentais, existem fatores que evidenciam que os investidores apresentam racionalidade limitada, o que explica comportamentos anormais nos retornos dos ativos financeiros (RÊGO e MUSSA, 2008).

3.2 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

No setor de Finanças Comportamentais são avaliadas as emoções que seguem o processo decisório econômico individual, coletivo e de organizações. Elucidar a maneira como uma decisão ou escolha é feita, compõe a cerne do estudo desse tema, conforme definição de Belsky e Gilovich: “Economia comportamental combina as disciplinas gêmeas de Psicologia e Economia para explicar por que e como as pessoas tomam decisões aparentemente irracionais ou ilógicas quando gastam, investem, poupam, e tomam dinheiro emprestado” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 14).

A crucial ideia absorvida da junção de Economia e Psicologia é de que as emoções têm uma grande influência cognitiva, logo interferindo nas relações econômicas. Barber e Odean inferem: “as pessoas sistematicamente afastam-se do julgamento ideal e da tomada de decisão. Finança Comportamental enriquece a compreensão econômica ao incorporar estes aspectos da natureza humana nos modelos financeiros” (BARBER e ODEAN, 1999, p. 41).

Em detrimento das circunstâncias, em sua maioria das vezes negativas, que se seguem a uma tomada de decisão econômica realizada sob dissonância cognitiva, Dan Ariely indaga: “Se todos nós cometermos erros sistemáticos nas nossas decisões, então por que não desenvolver novas estratégias, ferramentas, e métodos que nos ajudem a tomar melhores decisões e aumentem nosso bem-estar geral?” (ARIELY, 2009, p. 240-241).

“Ao aprender Economia Comportamental, os conceitos das finanças tradicionais, ainda assim, permanecem como peças centrais. No entanto, o lado psicológico torna-se catalisador nesse campo de estudo”, conforme (ZAMBONI, 2016, p. 15). Apenas considerando a existência do aspecto emocional é que os agentes poderão tomar atitudes no intuito de otimizar as tomadas de decisões. Através das Finanças Comportamentais busca-se explicações para os erros sistemáticos que os agentes, até então racionais, cometem. Nesse aspecto, as principais hipóteses de racionalidade da Teoria Clássica são desafiadas. Herbert Simon, ganhador do Nobel em Economia, propôs o termo Racionalidade Limitada ao indagar a ideia de que as pessoas conseguem associar as informações recebidas, gerando uma percepção mais realista das habilidades dos seres humanos para decidirem benefício dos interesses econômicos individuais (SIMON, 1955).

As Finanças Comportamentais desafiam os conceitos tradicionais da MTF (BURR, 1997). Abrangem, para Shleifer (2000), o estudo de falhas humanas que têm impactos em variáveis financeiras quando há interações entre os investidores. Conforme a interpretação de uma grande parcela dos economistas, as publicações de estudos sobre anomalias do mercado são coerentes

com diversas irracionalidades, que estão intrínsecas às tomadas de decisões complexas das pessoas. Nesse aspecto, as FC questionam a HME “a partir da crença de que os agentes econômicos não tomam decisões de forma estritamente racional”, de acordo com Yoshinaga e Ramalho (2014). Assim, Daniel Kahneman e Amos Tversky, dois dos fundamentais teóricos sobre FC, durante a década de 1970, chegaram na conclusão de que as decisões dos agentes são constantemente tomadas por meio do uso das heurísticas (processos de decisão de forma simples), que são passíveis de erros sistemáticos, ou seja, vieses cognitivos. Portanto, o tema das FC surge como uma opção de aprimorar as análises financeiras modernas, propondo abordagem multidisciplinar à economia para ilustrar as tomadas de decisão dos agentes, teorias econômicas e finanças à realidade do mercado financeiro (MUSSA, YANG, *et al.*, 2008).

Nessa área, os fatores emocionais, que estão intrínsecos a tomada de decisão, são analisados. Explicar a maneira como uma decisão é realizada forma o cerne dos estudos de FC. Tal tema é uma combinação entre psicologia e economia, para explicar os motivos pelos quais as decisões, aparentemente irracionais, que as pessoas tomam, ao investir, poupar, emprestar ou gastar dinheiro (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 14).

Embora haja, pelo levantamento bibliográfico, diversas conceituações de FC, entre os principais e mais relevantes pesquisadores da área, há uma certa concordância entre as definições (LIMA, 2003). Para melhor ilustrar os principais conceitos, optou-se pela definição de FC que diz ser um estudo que analisa as decisões de investimentos dos agentes, conforme eles atuam e interpretam diante as informações que lhes são dispostas (LITNER, 1998), considerando também questões técnicas.

Observou-se, nas últimas décadas, um vasto conjunto de evidências empíricas que, conforme Yoshinaga *et al.* (2008), “revela que as teorias disponíveis baseadas na suposição de racionalidade dos indivíduos não são capazes de explicar a contento diversos fenômenos regularmente observados nos mercados financeiros.” Dessa forma, portanto, há desvios de racionalidade (objetividade) que influenciam diretamente as tomadas de decisão, ou seja, há muitos fatores psicológicos, em FC, e para que o estudo das anomalias no mercado financeiro seja mais claro e sucinto, aglomera-se tais fenômenos nos principais temas que são Teoria da Perspectiva, Heurísticas e Vieses (SHEFRIN, 2010).

3.3 MERCADO DE AÇÕES

A Investopedia, uma das fontes de informações financeiras mais conhecidas, fornece a definição de mercado de ações:

Refere-se ao conjunto de mercados e bolsas onde ocorrem as atividades regulares de compra, venda e emissão de ações de companhias abertas. Essas atividades financeiras são conduzidas por meio de bolsas formais institucionalizadas ou mercados de balcão que operam sob um conjunto de regulamentos. Pode ter vários locais de negociação de ações em um país ou região que permitem transações em ações e outras formas de títulos (Investopedia, 2021)

As ações representam a menor fração do capital social de uma sociedade anônima. Em seu livro “Mercado Financeiro”, Assef Neto (2018) afirma que as ações “são valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos aos acionistas de acordo com a participação monetária efetivada”.

O investidor, ao comprar ações de determinada companhia, passa a ter participação na distribuição de dividendos. Além disso, o operador pode ter ganho ou perda de acordo com a flutuação dos valores dos ativos no mercado.

O mercado financeiro pode ser classificado em mercado primário, cujas corporações financeiras captam recursos através de emissão de ações em ofertas públicas iniciais. Já no mercado secundário, as ações são negociadas entre os demais participantes da bolsa.

No quesito da renda variável, mais detalhadamente no mercado de ações, nota-se como o modo de julgamento das posições acionárias diárias dos operadores é afetada pelas oscilações de preços das ações, que são típicas das bolsas de valores. De acordo com Peterson (2011, p. 60) “todo investidor tem reações emocionais aos movimentos de preço do mercado [...] Cada emoção altera de forma única a maneira como cada investidor pensa e o que faz com seu capital em seguida”.

Por conta da volatilidade dos preços das ações, característica típica do mercado de capitais, certos vieses cognitivos observados em FC tornam-se significativamente mais evidentes na atuação dos operadores.

3.4 TENDÊNCIAS COMPORTAMENTAIS E VIESES COGNITIVOS

Diversas decisões do cotidiano são tomadas sob incertezas quando não conhecemos as probabilidades atribuídas aos possíveis resultados de uma tarefa decisória. Conforme Tonetto, Kalil, *et al.* (2006, p. 182) “quando se encontra sob incertezas, o tomador de decisão necessita prever eventos que podem ocorrer a qualquer instante e precisa distingui-los de mudanças ambientais e de processamento de informação de cunho situacional” (*apud* Kerstholt, 1994). A tomada de decisão, seja sob risco ou incerteza, é compreendida através de modelos que visam normatizá-la. Nesse aspecto, a forma de tomar decisões, em específico com informações

incongruentes, incompletas, complexas e suscetíveis a drásticas mudanças, acaba aprimorando o processamento cognitivo das pessoas. Dessa forma, uma das maneiras que a nossa mente lida, sob incertezas, complexidades e alterações rápidas das informações, é utilizando as heurísticas.

Heurísticas são regras gerais de influência utilizadas em julgamentos de tarefas decisórias de incerteza, com vantagens de utilização, redução de tempo e dos esforços empreendidos para que sejam realizadas decisões relativamente boas (PLOUS, 1993). Conforme Tonetto, Kalil, *et al.* (2006, p. 182) “as heurísticas reduzem a complexidade das tarefas de acessar probabilidades e predizer valores a simples operações de julgamento”. Embora sejam de boa utilidade, às vezes, as heurísticas causam erros severos e sistemáticos (KAHNEMAN e TVERSKY, 1974).

“Heurística e Vieses” área de investigação, como é conhecida hoje em dia, é oriunda de pesquisas em Psicologia durante as décadas de 50 e 60. Tais pesquisas evidenciam que as decisões humanas são menos coerentes que modelos matemáticos, como aquele proposto pelo Teorema de Bayes.

A tomada de decisão, no mercado de capitais, nem sempre tem como base informações exatas e precisas, probabilidades relevantes, ou conhecimentos suficientes, permitindo inferir que a racionalidade é o único meio de consideração final. Muitas vezes, os agentes precisam realizar decisão sob risco, ou sob incerteza, pois estão inseridos num ambiente repleto de informações não confiáveis, incompletas, complexas e suscetíveis a mudanças instantâneas, o que limita a racionalidade plena e gera desvios racionais para evitar erros e perdas. Dessa forma, uma maneira de reduzir a complexidade na decisão, ou seja, torná-la mais prática, é a utilização da heurística, que é uma categoria de estratégias que os investidores utilizam para facilitar suas tomadas de decisão (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008). São modelos, atalhos mentais, ou procedimentos simples, que orientam no julgamento e na avaliação dos investidores, em ambientes incertos e sob riscos, por mais que geralmente imperfeitas, para tais (KAHNEMAN e TVERSKY, 1974).

Se os agentes tivessem que racionalizar e ponderar todos os benefícios para cada decisão que tomassem, sob riscos, incertezas e repleto de informações, consumiriam muito tempo e perderiam praticidade e agilidade nesse processo. Ou seja, consumo de tempo incompatível com o volume de decisões a serem tomadas, logo, existem as heurísticas para agilizar os processos de tomada de múltiplas decisões.

Determinadas decisões simples, que não demandam muito tempo para analisar, pois são fáceis, intuitivas e automáticas. No livro “Rápido e Devagar”, escrito por Kahneman (2011), o pensamento que lida com tais circunstâncias é denominada como “Sistema Um”. Ou seja, é a

forma fácil de pensar e agir, que não gera esforços, provoca associações e é carregada de emoções. O impasse ocorre, quando decisões sob incertezas e complexas precisam ser tomadas, o que demanda que sejam mais ponderadas, calculadas e racionalizadas. São pensamento nomeado como “Sistema Dois”, novamente por Kahneman (2011), havendo influência de emoções e intuições, que dificultam tais decisões. Ou seja, “aloca atenção às atividades mentais laboriosas que o requisitam, incluindo cálculos complexos. As operações são muitas vezes associadas com a experiência subjetiva de atividade, escolha e concentração” (2011, p. 29). Nesse contexto, os Vieses são certas características do comportamento humano, com base em evidências empíricas, pesquisas acadêmicas e de mercado, que estão presentes em quaisquer tipos de investidores, independente das suas experiências, podendo refletir em resultados desagradáveis ou negativos.

A partir disso, para aplicação prática de FC, não há uma estratégia de investimento ótima que englobe todos os agentes, pois cada um tem suas características comportamentais, crenças e preferências. Logo, uma boa estratégia das instituições financeiras é levantar informações do perfil de risco de cada cliente, fazendo recomendações ou estratégias por perfil.

Portanto, as heurísticas podem gerar uma tendência sistemática de romper algum modo de racionalidade predominante, ou seja, distorcem ou limitam as decisões (STERNBERG, 2008). É mais propício identificarmos um viés durante o processo de decisão, do que a sua causa em si. Embora alguns vieses estejam relacionados especificamente a algumas heurísticas, outros são oriundos de uma série de outros fatores (SHEFRIN, 2010).

Vale ressaltar que há, na área acadêmica e financeira, uma ampla quantidade de vieses catalogados e não seria viável expor todos, assim, optou-se em evidenciar, nesse trabalho, apenas alguns. A seguir, certos vieses com suas respectivas descrições:

- Efeito dotação: tendência na qual as pessoas exigem mais para desistir de um objeto, do que estariam dispostas a pagar para adquiri-lo (KAHNEMAN, KNETSCH, THALER, 1991);
- Efeito disposição: tendência de vender um ativo que acumulou valor, em um curto período, e resistir à venda de um ativo que declinou, por um longo tempo (SHEFRIN, STATMAN, 1985);
- Efeito excesso de confiança: faz com que as pessoas tomem riscos, pois utilizam suas estimativas iniciais como uma âncora (KAHNEMAN e TVERSKY, 1974);
- Aversão à perda: tendência das pessoas de preferir evitar perdas ao invés de adquirir ganhos equivalentes (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979).

Por fim, “na visão de muitos economistas, ainda que parte dos agentes dos mercados financeiros atue de forma irracional, a Hipótese de Mercados Eficientes prevalecerá” (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008, p. 27). Nesse aspecto, tal mecanismo de correção das distorções do mercado chamamos de arbitragem.

3.4.1 Comportamento de Manada

No mundo animal, quando um ser vivo de um determinado grupo reconhece uma chance de vantagem, ou quando está sob ameaça iminente, é natural que haja uma ação coletiva. Tal evacuação ou disparo podem ocorrer por parte de animais que estão em grupos, sejam rebanhos, cardumes, bandos, matilhas e afins. Nesse contexto, o comportamento de manada, em FC, é a decisão que as pessoas tomam, por sentirem mais confortáveis, em investir seus recursos da mesma forma que a maioria das demais. O termo “comportamento de manada” ficou mais famoso e popular em *Instincts of Herd in Peace and War*, livro escrito pelo cirurgião britânico Wilfred B. L. Trotter, visto que nele o autor discorre sobre tal viés em comportamentos primitivos de certos animais quando tentam procurar proteção sob quantidade numérica da manada (TROTTER, 1916).

Diversas pesquisas, realizadas tanto por estudiosos da Economia como da Psicologia, foram elaboradas com o objetivo de entender e explicar o comportamento das pessoas ao realizarem atividades da mesma forma, ao mesmo tempo e em grupo. Em 1951, Solomon E. Asch, psicólogo social polaco-estadunidense, realizou um experimento que demonstra a influência instigada pela presença de um determinado grupo de pessoas no julgamento individual. Em seu experimento, Asch questionou as pessoas que participaram do experimento qual linha aparenta ter o mesmo comprimento da linha “A”, conforme a figura 4 abaixo mostra. Todos os participantes responderam que era a letra “D”, acertando a pergunta.

Figura 1 – Experimento das linhas de Asch.



Fonte: Mosca (2009).

Entretanto, quando a pessoa estava sozinha e sob pressão de um grupo, que sem o conhecimento dela, estavam combinados de propósito em responder que era a linha “B”, cerca de 70% dos participantes mudavam suas respostas (ASCH, 1951). Nesse contexto, “é muito mais simples alterar a atitude ou opinião do que desafiar o pensamento reinante” (MOSCA, 2009, p. 38).

Apesar do “efeito manada” ser simplificador, no que se refere à tomada de decisão, em ambientes no geral, quando falamos de mercado de ações, tal comportamento interfere nas operações dos operadores. Isso influencia as chances dos agentes em serem bem-sucedidos, reduzindo bastante tais chances. Nesse contexto, a pessoa não deveria ser induzida pelas atitudes da multidão, pois qualquer interferência em suas operações de mercado reduz seus resultados, ao contrário do que acreditam (ELDER, 2004).

As pessoas tornam-se primitivas e orientadas para a ação quando se juntam às multidões. Estas se deixam dominar por emoções básicas, mas poderosas, como terror, exultação, sobressalto e alegria. Oscilam entre sentimentos opostos, de angústia e júbilo, pânico e segurança (ELDER, 2004, p. 64).

Motivos pelos quais determinadas oscilações de baixa acontecem de modo abrupto, oriundas do medo da multidão. Isso ocorre também, quando a reversão sobrevém e o otimismo se estabelece, a ganância induz na alta das ações em valores inesperados. Os operadores, subjugados por emoções, deixam de agir de modo individual, tornando-se dependentes de outras pessoas. De acordo com Elder:

O operador de mercado bem-sucedido precisa pensar com independência. As massas são poderosas, mas primitivas, seu comportamento é simples e repetitivo. O investidor que pensa por conta própria pode tirar dinheiro dos membros da multidão (ELDER, 2004).

Tal volatilidade nas ações, causada por esse comportamento, gera um aumento no nível de estresse nos aplicadores que sofrem a tendência de aceitar as tomadas de decisões de terceiros. Dessa maneira, os aforismos reinantes, que obscurecem as competências cognitivas nas tomadas de decisões, causam diversos prejuízos em ambientes, como o mercado financeiro, por exemplo.

Para exemplificar melhor quais as consequências que tal comportamento pode causar, há uma clássica história, conhecida como “tulipomania” (DASH, 1999). A história aconteceu na Holanda, na década de 1630, século XVII, onde houve uma criação de contratos de negociação para os bulbos de tulipas. Devido à sua vasta variedade de espécie, o preço desta flor ascendeu durante alguns anos. Os valores cresceram tanto que as pessoas estavam obtendo lucros

exorbitantes com as negociações dos bulbos. Durante o seu auge de negociação, a venda de apenas um único bulbo, atingiu cerca de dez vezes a renda anual de um artesão. Essa ascensão nos preços despertou o interesse de uma considerável parcela da população, que começou a cultivar e negociar como corretores. Um certo momento, entretanto, os preços despencaram abruptamente e a mania se findou, fazendo com que o país entrasse numa recessão.

Richard L. Peterson, neurocientista, afirma, ao responder se esse efeito é tão prejudicial como se pressupõe: “depende do *timing* que você estiver seguindo. Se for um dos primeiros, então isso poderá enriquecê-lo. Quando você ouvir o estampido da manada, tendo sido um dos primeiros, poderá escapar sem danos e com mais facilidade” (PETERSON, 2008, p. 159). Entretanto, compreender esse “*timing*” não é algo trivial, pois em muitos casos os agentes estão imersos e atrelados demais no objetivo e preocupados em atingir resultados positivos e, com isso, acabam não percebendo que estão sob esse comportamento. Mesmo que tenha consciência, a distorção na avaliação de ativos, conforme Barbedo e Camila-Silva:

No momento em que o investidor se dá conta de que há um grupo de pessoas comprando ou vendendo um ativo, esse julgamento de valor coletivo fala mais alto do que todos os fundamentos utilizados para a avaliação desse bem, e o investidor tende a copiar esses mesmos movimentos (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 55).

Assim, apesar de ser fácil e simples ficar atento quanto às informações e notícias que interferem na economia, anteceder e prevenir as futuras decisões ruins é desafiador, ainda mais quando sob pressão de uma tendência de decisões, em comum com as demais pessoas. Sob esse contexto, Belsky e Gilovich (1999, p. 193) orientam que “tome tempo e esforço para pesquisar completamente qualquer empreitada financeira de larga escala. Sim, há risco de que você possa perder o barco. Mas há uma boa chance de que você já tenha perdido”. Os autores expõem, além disso, que as pessoas deveriam se distanciar das “aplicações da moda” (BELSKY e GILOVICH, 1999). Saber esperar, ou seja, ter paciência é de suma importância na procura por oportunidades, dado que, caso o investimento der bons resultados, continuará atrativo.

Não dar atenção para a maioria das notícias diárias, apesar de ser contraditório, ajuda na amenização dos ruídos do mercado, afirma Belsky e Gilovich:

Isto pode parecer imprudente – ignorar a maioria das notícias financeiras, incluindo alterações no preço das ações – mas não é. Investidores de longo prazo não precisam se preocupar com o preço de fechamento de ontem, ou com relatório de lucros trimestrais de amanhã (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 195).

Com exceção aos agentes que tem objetivo de ter dinheiro, num curto prazo, situação cujo mercado de ações não é uma opção ideal, ele se encontrará em melhor situação ao diminuir tais

ruídos.

Isto posto, apresentar uma proposta, ou um plano de negociação aparenta ser um meio eficaz de combater os impulsos de imitar as atividades do coletivo. Seguir um plano estratégico impede que a parte emocional do investidor interfira nas suas atitudes e tomadas de decisões no mercado de capitais. Quando há um plano bem elaborado e estruturado, a tomada de decisão se torna racional. Elder (2004, p. 65), afirma que “esta é a razão por que é preciso desenvolver e seguir sistemas de negociação e adotar regras de gestão de dinheiro”. Dessa forma, estabelecer parâmetros concede ao operador ter conhecimento sob quais requisitos deve seguir para abrir e fechar suas operações. Agir sem seguir as regras, previamente estabelecidas, ainda mais quando se tem posições em aberto, conduz o agente à impulsividade.

3.4.2 Autoconfiança Excessiva

Excesso de confiança é um viés comumente observado no processo de tomada de decisão.

Diversas pesquisas sobre comportamento humano revelam que muitos indivíduos apresentam excesso de confiança nas próprias habilidades de estimação, desconsiderando a verdadeira incerteza que existe no processo (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008, p. 28).

Tversky e Kahneman (1974) explicam a autoconfiança excessiva como sendo consequência do fato das pessoas usarem como âncoras as suas estimativas iniciais, o que causa um viés em suas estimativas de intervalos de confiança. No instante, cuja crença em seus próprios julgamentos é maior do que o receio do erro, a confiança excessiva exibe seu efeito. Robert J. Shiller, economista prêmio Nobel em 2013, pelo trabalho realizado sobre a ineficiência do mercado acionário, infere que:

Outro aspecto do excesso de confiança é que as pessoas tendem a fazer julgamentos em situações de incerteza, procurando por padrões familiares e assumindo que os padrões futuros serão semelhantes aos casos passados, muitas vezes sem consideração suficiente das razões para o padrão ou da probabilidade de o padrão se repetir (SHILLER, 2015, p. 172).

As pessoas, por terem o sentimento de familiaridade com determinadas situações e circunstâncias, acreditam saber, com convicção e segurança, o que irá acontecer, desprezando a necessidade de uma avaliação mais minuciosa dos fatos. Acreditar demais nas próprias convicções e habilidades, superestimar as chances de sucesso, ou capacidade de tomada de decisão são propriedades bastante característica do excesso de confiança. Ola Svenson, psicólogo sueco, realizou uma pesquisa que revela a tendência das pessoas em se considerar

superior em relação às outras, questionando aos motoristas, dos Estados Unidos, a respeito da competência individual em guiar seus veículos em relação aos demais (SVENSON, 1981). Cerca de 93% dos participantes afirmaram ser mais hábeis do que a média dos demais motoristas, entretanto, na prática isso não ocorre, evidentemente.

Por mais que a lógica, dos agentes econômicos, seja constituída numa linha coesa, não quer dizer que isso seja a melhor via a ser direcionada. Sob tal ótica, Kahneman diz: “confiança subjetiva em um julgamento não é uma avaliação razoável da probabilidade de que este julgamento está correto. Confiança é um sentimento, o qual reflete a coerência da informação e a facilidade cognitiva de processá-la” (KAHNEMAN, 2011, p. 212).

É de suma importância assumir o grau de incerteza envolto nas tarefas decisórias relacionadas às finanças, tão quanto a inclinação para desviar-se das incumbências, de acordo Kahneman (2011, p. 263): “Em essência, o estilo otimista envolve receber crédito pelos sucessos, mas pouca culpa pelos fracassos”. Por causa do grande otimismo em exagero, admite-se riscos maiores do que se nota. Se as pessoas tivessem, com exatidão e precisão, conhecimento de quais são as reais probabilidades de sucesso, certamente iriam rejeitar certas decisões arriscadas. Entretanto, o grau de incerteza, muitas vezes contundente, é desdenhado.

Os efeitos dos vieses são suscetíveis, inclusive, em profissionais financeiros. Em detrimento do grau de decisões feitas, os amadores ou demais pessoas, supõem que os especialistas nunca erram, ou seja, sempre acertam, causando pressão sobre tais. Logo após a quebra da bolsa em 19 de outubro de 1987, Shiller elaborou um levantamento questionando aos investidores institucionais, se tinham conhecimento a que ponto o mercado retornaria a subir. Sob tal pergunta, 48% dos participantes responderam que sabiam. Quando abordados sobre o que lhes geraram convicção e certeza do instante em que haveria a recuperação do mercado, as respostas eram feitas com base na “intuição” (SHILLER, 1987). Mosca (2009 , p. 63) , ao comentar sobre tal artigo, transcreve: “No mundo dos investimentos, o excesso de confiança faz com que aplicadores acreditem compreender o mercado e ser capazes de antecipar suas flutuações, mesmo em circunstâncias de volatilidade extrema”.

A autoconfiança excessiva, além dos fatores citados anteriormente, desencadeia outro fator psicológico nomeado como “ilusão de controle”. Sobre tal fator, em 1975, Ellen J. Langer, professora de psicologia em Harvard, realizou estudos, nos quais referem-se à propensão das pessoas em crer ter domínio sobre os resultados dos eventos, que na realidade, não há controle (LANGER e ROTH, 1975). Há uma falsa sensação de que as atuações pessoais, no mercado de ações, possibilitam ao agente saber do resultado final das operações, entretanto, Alexander Elder, alerta que: “O mercado não sabe de sua existência. Você não pode fazer nada para

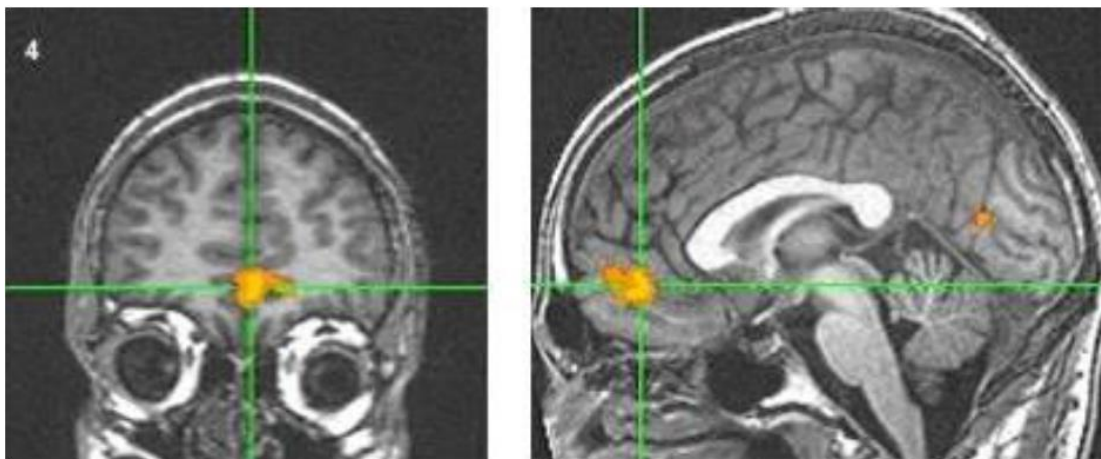
influenciá-lo. Resta-lhe apenas a alternativa de controlar seu comportamento” (ELDER, 2004, p. 42). Ainda, conforme Elder, a euforia do otimismo sobreabundante sucede quando o agente faz suscetíveis operações lucrativas, desencadeando atitude e decisões insensatas, e a partir disso, assume-se riscos sem necessidade. A aptidão de julgar objetivamente fica comprometido quando há instantes onde tem-se ilusão de controlar o mercado.

Richard L. Peterson nos mostra como os ganhos, no setor financeiro, desencadeia alterações na fisiologia do cérebro:

Quando são extraordinariamente bem-sucedidos durante um ano ou dois, os investidores começam a se sentir muito confiantes de que poderão dar continuidade à performance sensacional. O processo de aprendizado de recompensa baseado na produção de dopamina codifica um padrão de comportamento. Na sequência, entretanto, os *traders* altamente lucrativos podem começar a ter dificuldades em manter o mesmo nível de atenção à administração do risco, por causa das alterações químicas em seu cérebro (PETERSON, 2008, p. 86)

Na figura 2 (neuroimagem), podemos observar que logo depois de adquirir um certo lucro, o córtex pré-frontal mediano é ativado:

Figura 2 - Neuroimagem da atividade no córtex pré-frontal mediano.



Fonte: Peterson (2008).

Esta afirmação inferida por Peterson, de acordo com Correa:

É particularmente verdadeira em relação aos amadores que obtêm lucros imediatamente após entrarem no mercado de ações, logo, presumindo-se peritos no assunto. Ganhar dinheiro ativa o sistema de recompensas cerebrais, estimulando a postura de complacência frente ao risco (ZAMBONI, 2016, p. 35).

Há uma distinção entre autoconfiança excessiva e autoconfiança saudável. Peterson, infere também que existem determinados aspectos positivos quando o agente se sente seguro

em relação aos seus resultados. A autoconfiança excessiva apresenta atributos tais como flexibilidade, prudência, disciplina e preparação. Apesar da linha tênue entre essa diferença, temos que evitar e combater a autoconfiança excessiva. Logo, o autor adverte que a educação é uma das formas de diminuir tal efeito desse viés: “Uma técnica para amenizar o exagero de confiança entre os investidores individuais é alertá-los para a natureza negativa das consequências do excesso de confiança” (PETERSON, 2008, p. 87). Dessa forma, qualidades, como ter habilidades para enfrentar a volatilidade inerente ao mercado e reconhecer as possíveis perdas, podem ser ensinadas e aprendidas pelos agentes. Ou seja, aprender e educar sobre as implicações de tal viés ajuda em antever esse comportamento.

Um dos métodos eficazes para redução de tais fatores emocionais, influentes nos resultados, é manter o registro cuidadoso das operações, ainda mais da taxa de retorno. Entretanto, Belsky e Gilovich notaram que grande parte dos agentes:

não fazem uma completa contabilidade quando calculam seus registros de desempenho. Em outras palavras, os seus 15 por cento de ganhos anuais médios podem ser na realidade sólidos 10 por cento ou anêmicos 5 por cento se você considerar as comissões que pagou e os impostos que incorreu. Isto é especialmente verdade para operadores ativos (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 171).

O registro das negociações, portanto, faz com que os agentes possam ter conhecimento de quanto foi o seu percentual de cada aplicação, além disso, os erros pessoais são reconhecidos com mais facilidade (ZAMBONI, 2016).

Janice Dorn, neuropsicóloga de New York Medical College, sugere que as pessoas adotem que irá ocorrer certas situações que precisam ser aprendidas humildemente. Dorn cita que:

Você não sabe tudo e nunca saberá. Ninguém sabe de tudo. Comece com a premissa de que ninguém sabe de nada. Estude as lições da história do mercado[...] tudo que podemos fazer é aprender a estar confortável com a incerteza e permanecer firmemente no reino da probabilidade (DORN, 2008).

Isto posto, as chances de aumentar o sucesso nos resultados das tomadas de decisões ocorre quando reconhecemos a necessidade de uma reflexão pertinente e assídua ao operarmos no mercado de ações. Da mesma forma, estudar e ter ciência em relação à história econômica ajuda no objetivo de ter certos almejos.

3.4.3 Teoria do Prospecto

Conforme Correa (2016, p. 36), “tradicionalmente avaliava-se a plausibilidade de uma escolha considerando-se o saldo líquido entre perdas e ganhos, ponderando de forma calculista qualquer registro monetário, seja ele positivo ou negativo”. Entretanto, em 1979, Daniel Kahneman e Amos N. Tversky propuseram a Teoria do Prospecto, em sua publicação *“Prospect Theory: Na Analysis of Decision under Risk”*, que foi desenvolvido depois em 1992 (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979). Tal teoria afirma que as pessoas analisam seus ganhos e perdas de modo psicologicamente diferente. Posteriormente, em 2002, Kahneman foi premiado com o Nobel de Economia.

A teoria foi amplamente reconhecida no meio acadêmico, pois “fornece uma descrição mais acurada do processo de tomada de decisão do que a Teoria da Utilidade Esperada”, conforme Correa (2016, p. 37) menciona. A Teoria da Utilidade Esperada, elaborada por Neumann e Morgenstern, em 1944, afirma que o comportamento de um agente preenche os requisitos de completude, transitividade, continuidade e independência, e isso pode ser representada pela esperança de uma função utilidade. Entretanto, as pessoas não seguem tais preceitos normativas ao tomarem muitas decisões, conforme pesquisas empíricas evidenciam (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008).

Para mostrar como a decisão pode ser influenciada em determinadas circunstâncias, Kahneman elaborou dois problemas:

Problema 1: Qual você escolhe? Ganhar US\$ 900 com certeza ou 90% de chance de ganhar US\$ 1.000?

Problema 2: Qual você escolhe? Perder US\$ 900 com certeza ou 90% de chance de perder US\$ 1.000? (KAHNEMAN, 2011, p. 279).

Ao fazer essas duas perguntas, Kahneman aponta que para o Problema 1, a maioria dos entrevistados foram avessos ao risco, preferindo o ganho seguro, ou seja, optaram pela primeira alternativa. Já no Problema 2, a soma parte dos participantes preferiram a segunda alternativa, pois a certeza da perda é muito mais impactante. Dessa forma Kahneman infere: “Se a utilidade da riqueza é tudo que importa, então declarações transparentes equivalentes do mesmo problema deveriam resultar em escolhas idênticas” (KAHNEMAN, 2011, p. 281). Embora as opções apresentem matematicamente resultados idênticos, o valor subjetivo que as pessoas atribuem a cada uma das alternativas se modifica ao se tratar de perdas ou ganhos.

Os problemas apresentados mostram a relevância do ponto de referência do qual as opções são analisadas. Correa afirma:

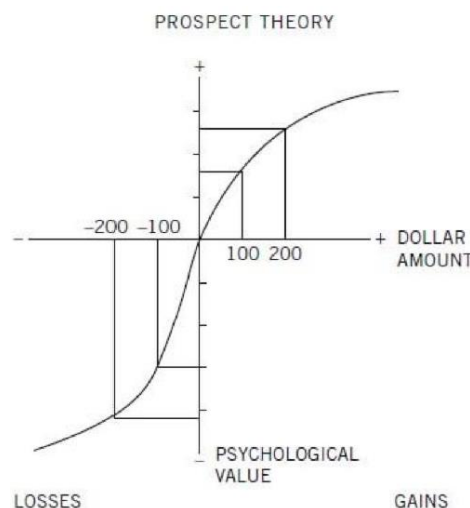
Na Teoria da Utilidade Esperada cada acréscimo ou decréscimo no patrimônio

distingue-se apenas pelo sinal matemático de mais ou menos, no entanto, ainda que tal proposição seja financeiramente racional, a Teoria do Prospecto mostrou que as escolhas dos indivíduos são sensíveis ao ponto de referência. As decisões são usualmente consideradas partindo-se da situação atual, isto é, qualquer resultado positivo acima deste ponto é visto como ganho, similarmente, qualquer resultado negativo abaixo deste ponto é visto como perda. (ZAMBONI, 2016, p. 38).

Ao observarmos o gráfico 3, notamos que o eixo vertical (*Psychological Value*) representa o valor psicológico da frustração e alegria de certo montante de prejuízo ou lucro, respectivamente. Já o eixo horizontal (*Dollar Amount*) mede a quantidade monetária perdida ou ganha. Dividindo o gráfico pelo ponto de referencial central, temos que os ganhos no primeiro quadrante e as perdas no terceiro quadrante. Podemos observar que há no gráfico uma letra “S”, que conforme Correa (2016, p. 39) “característica que carrega a mesma idéia básica da lei econômica dos rendimentos decrescentes, implicando em uma sensibilidade decrescente no valor psicológico para ambos os lados”.

Entretanto, Kahneman explica que: “A inclinação da função muda abruptamente no ponto de referência: a reação às perdas é mais forte do que a reação a ganhos correspondentes. Isto é aversão à perda” (2011, p. 282-283). Ou seja, a Teoria do Prospecto defende que, embora os pesos diferentes são atribuídos aos ganhos (resultados acima do ponto referencial estabelecido) e perdas (resultados abaixo), isto indica aversão à perda. A assimetria entre os pesos dados a ganhos e perdas ilustra a função hipotética de valor da teoria da perspectiva. Obversa-se que a curva é côncava no domínio dos ganhos, visto no ocorrido com a função valor da Teoria da Utilidade Esperada, entretanto, é convexa no domínio das perdas (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008). Dessa forma, quando contrapostas, a frustração das perdas é percebida com maior impacto ou intensidade do que a alegria de ganhos equivalentes.

Gráfico 3 - Função de valor hipotética da Teoria da Perspectiva



Fonte: Kahneman (2011).

Podemos compreender com mais facilidade, após observarmos essa figura, as escolhas das pessoas nos problemas citados, em detrimento da inclinação na curva. Em geral, as pessoas evitam os riscos quando há certeza de um lucro, e tendem a tomar riscos quando as opções são desfavoráveis (ZAMBONI, 2016). Kahneman afirma: “O coeficiente de aversão à perda tem sido estimado em diversos experimentos e está normalmente na magnitude de 1,5 a 2,5” (2011, p. 284). Notoriamente, não podemos atribuir esse aspecto para todas as pessoas, ou seja, nem todo mundo apresenta a mesma função de valor delineada no gráfico. Profissionais do mercado financeiro apresentam uma tendência de mais tolerância às perdas.

Sob tal ótica, a aversão à perda nos auxilia a compreender o motivo pelo qual as pessoas, no geral, escolhem investir em renda fixa do que em variável, como as ações, por exemplo. Ou seja, as pessoas, em sua maioria, tendem a escolher a opção pelo ganho seguro ou garantido do que a de um lucro maior, porém com probabilidade de perda.

O Efeito Disposição foi elaborado, em 1985 por Shefrin e Statman, em referência ao viés comportamental caracterizado pela Teoria do Prospecto, cujos aplicadores “tendem a vender vencedoras muito cedo e manter perdedoras por muito tempo” (SHEFRIN e STATMAN, 1985, p. 778). Entre os fatores que constituem o escopo do Efeito Disposição, há a preferência das pessoas frente às decisões econômicas analisadas pela Teoria do Prospecto, sendo um componente crucial na explicação do viés. Para Correa (2016, p. 40), “há maior tolerância ao risco por parte dos investidores quando seus ativos estão no prejuízo, logo, manter tais aplicações prolongadamente torna-se mais atrativo do que vendê-las”. Em contrapartida, quando há uma condição de ganho, a venda é concretizada precocemente e precipitadamente.

Richard L. Peterson, neurocientista, descreve o sentimento dos agentes econômicos no mercado de capitais:

Vender uma ação perdedora é o mesmo que admitir ter errado. Sentir-se assim inspira um arrependimento doloroso. Para evitar isso, os investidores seguram suas ações que estão em queda o máximo possível, esperando uma reviravolta que possa resgatá-los da decisão inicial equivocada. E as ações vencedoras são vendidas mais cedo porque o investidor fica com medo de que elas comecem a cair repentinamente e eles se arrependam de não terem ‘livrado’ delas antes (PETERSON, 2008, p. 62-63).

De certa maneira, os indivíduos apresentam aversão à perda, e não ao risco em si, de acordo com Vera Rita de Mello Ferreira: “nossa aversão costuma ser à perda, mas não necessariamente aos riscos; o que, inclusive, pode nos levar a efetivamente perder” (FERREIRA, 2007, p. 78). Ao tentar impedir o arrependimento, em específico quando relacionado à admissão de um erro cometido, a negligência também ocorre, conforme Aquiles

Mosca afirma:

Por estar lidando com um erro, o investidor está exposto a algo inerentemente desagradável e difícil de assumir. [...] O problema é que evitar tal constrangimento, bem como a materialização da perda, pode gerar prejuízos adicionais (MOSCA, 2009, p. 88 e 89).

Possíveis desvalorizações são inerentes ao mercado de ações, porém, a dificuldade de notá-las expectativa de recuperação, induz a manter os ativos por um longo período. Vender um ativo que está valorizado, por outro aspecto, realizando um ganho, induz o sentimento de conquista (ZAMBONI, 2016).

Para a modelagem de fenômenos financeiros, tais como o comportamento dos preços dos ativos, utiliza-se suposições a respeito das preferências dos investidores, ou seja, como estes preferem investir, como avaliam os riscos envolvidos, e se analisam as incertezas. A maioria dos modelos pressupõe que os agentes analisam as opções levando em consideração sua utilidade aguardada.

Sobre todas as abordagens alternativas à teoria da Teoria da Utilidade Esperada, a Teoria da Perspectiva é a usualmente utilizadas no meio acadêmico, cuja proposta foi realizada por Kahneman e Tversky, em 1974. Propõe-se, indo contra a fundamentação teórica da Utilidade Esperada, o argumento de que cada decisão tende a ser avaliada independentemente, justificando que:

- Perdas e ganhos são analisados em relação a um ponto neutro, relativamente;
- Resultados potenciais são expressos em termos de ganhos ou perdas relativas ao ponto neutro fixado;
- As escolhas estão de acordo com uma função de valor, no formato de “S”, semelhante ao gráfico 3;
- O modo de apresentar o problema pode alterar a perspectiva do ponto neutro referência;
- A perda de certa quantidade de capital está associada a dor, sendo maior que a satisfação em ganhar a mesma quantidade;
- Existe uma tendência em super avaliar ocorrências de pouca probabilidade e a subavaliar ocorrências de média e muita probabilidade.

O Professor Terrance Odean analisou e pesquisou em torno de 100 mil transações de 6.380 agentes do mercado de ações americano, por 6 anos. Parâmetros por meio da quantidade de negócio e do volume, tanto por ordens de compra, quanto por de venda, foram associadas com seus respectivos retornos. Concluiu-se que posições com lucro são finalizadas com uma

rapidez 1,5 vezes maior do que as posições com prejuízo. Dessa forma, Odean relata: “Uma análise desses registros mostra que, em geral, investidores realizam seus ganhos mais prontamente do que suas perdas” (ODEAN, 1998, p. 1775). Além disso, Odean revelou que depois de 1 ano, as posições que lucraram, isto é, aquelas que foram desfeitas precipitadamente, trouxeram um retorno 2,3% maior do que o *benchmark*, já as que deram prejuízo (mantidas na carteira), obtiveram um resultado 1,1% inferior ao *benchmark*. O que nos leva, portanto, a uma diferença de 3,4% ao ano, o que levou a conclusão feita por Odean: “Investidores que vendem vencedoras e seguram perdedoras porque eles esperam que as perdedoras superem as vencedoras no futuro, estão, em média, enganados” (ODEAN, 1998, p. 1790).

Elder, descreve de modo coloquial, atribuindo ao operador como sendo “sonâmbulo” quando toma certas atitudes habituais ao tentar recuperar os danos gerados por certos ativos que estão em sua carteira. “Os sonâmbulos postergam o reconhecimento de negócios desfavoráveis, eles aguardam demasiadamente por duvidosa recuperação no patrimônio, ao contrário dos profissionais que em regra seguem estratégias de atuação no mercado”, afirma Correa (ZAMBONI, 2016, p. 42). Além disso, Elder ressalva: “Uma das principais diferenças entre profissionais e amadores são os planos de retirada” (ELDER, 2006, p. 57). Esses planos de parada constituem-se no que é chamado, popularmente no mercado financeiro, como *stop-loss*. Barbedo e Camilo-da-Silva afirmam: “Para evirar julgamentos subjetivos que levem o investidor a se manter sob o efeito disposição, investidores mais experientes aplicam uma técnica conhecida no mercado como *stop-loss*” (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 33).

Para reduzir ou amenizar tal influência desse viés, Belsky e Gilovich inferem:

a ideia da Economia Comportamental por trás da diversificação é que a perda de uma parte de sua cesta de ovos – por exemplo, seus investimentos em ações – provavelmente será compensada por ganhos em outra – por exemplo, títulos ou mercado imobiliário. Então será menos provável que você reaja emocionalmente e faça algo drástico se ao mesmo tempo em que tomar um prejuízo você também estiver experimentando ganhos em outra parte do seu portfólio (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 71).

A diversificação das classes dos ativos, sejam em ações, títulos, imóveis, câmbio etc., reduz a chance de perdas financeiras acentuadas. “Ademais, a atenção do aplicador se detém no quadro geral, não permanecendo focalizada em ganhos e perdas isoladas” (ZAMBONI, 2016, p. 43).

Conferir os valores dos preços das ações constantemente, assim como o desenvolvimento patrimonial, gera uma ansiedade exacerbada acerca da volatilidade do mercado. Pode-se ter a

chance de que decisões erradas sejam feitas. Desse modo, Belsky e Gilovich ressaltam: “Quando mais frequentemente você verificar seus investimentos, mais você notará – e sentirá necessidade de reagir – aos altos e baixos que são uma parte inevitável do mercado de ações e títulos” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 78).

Ainda Belsy e Gilovich indagam a importância de ter um plano de operação para as aplicações financeiras: “Também é importante, ainda que possa ser uma tarefa desagradável, gastar tempo desenvolvendo uma estratégia e filosofia de investimento concreta, e colocá-las no papel” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 74 e 75). Assim, elaborando um plano de operação, evitamos o comportamento emocional, e os autores continuam: “Se você adotar tal abordagem – identificando seus objetivos e justificando todos os seus investimentos no intuito de alcançar esses objetivos – você estará menos propenso a reagir impulsivamente às inevitáveis altas e baixas do mercado” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 75).

Posto isso, essa teoria é utilizada como uma ferramenta para tomada de decisão sob incertezas e riscos, visto que há, como ideia inicial, a irracionalidade e as heurísticas presentes nos processos decisórios das pessoas, e isso pode acarretar certos erros sistemáticos em cargo de processos cognitivos enviesados (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979).

3.4.4 Ancoragem

A ancoragem ocorre quando os agentes utilizam os valores como referência, ou como base (âncora), fazendo com que suas tomadas de decisões sejam baseadas quando um determinado valor estimado é atingido (SEWELL, 2007). Ou seja, “as pessoas constroem suas estimativas a partir de um valor inicial, ou âncora, baseado em qualquer informação que lhes é fornecida, ajustando-o para obter uma resposta final” (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008, p. 29). Sob tal ótica, a ancoragem é o viés cognitivo cuja tarefa decisória é superestimada quando as pessoas recebem as informações pela primeira vez, e assim, utilizam-nas para se basear nas demais decisões subsequentes. Todavia, na maioria dos casos, os ajustes realizados através da âncora não são grandes o suficiente, gerando decisões que ficam desviadas da racionalidade dos agentes (SLOVIC e LICHTENSTEIN, 1971).

Em outras palavras, decisões tomadas em contextos idênticos podem ser bastante diferentes em razão da presença de valores de referência distintos disponíveis para os decisores, ainda que estes valores não devam exercer grande impacto sobre a decisão final (YOSHINAGA, DE OLIVEIRA, *et al.*, 2008, p. 29).

Apesar desse termo já ter sido anteriormente introduzido por Slovic e Lichtenstein (1971),

em descrições sobre inversões de preferência, Tversky e Kahneman (1974) foram os responsáveis por tornarem tal termo mais conhecido na literatura devido aos estudos feitos sobre as tomadas de decisões e julgamentos (TONETTO, KALIL, *et al.*, 2006, p. 183). Em 2003, Kahneman reviu seus estudos sobre a ancoragem e removeu do conceito de heurística. Essa mudança ocorreu por causa da revisão sobre o conceito de heurística, que “passa a ser entendida como substituição de atributos, de modo que elementos omissos ou falantes são substituídos por outros que sejam de domínio prévio das pessoas” (TONETTO, KALIL, *et al.*, 2006, p. 183).

O nome “ancoragem” ilustra a imagem da âncora, pois as pessoas realizam estimativas a respeito de certos eventos profundamente persuadidas por tal âncora, que inclusive, pode ser um número randômico. Os valores são fixados, uma vez que as avaliações são ajustadas pelo agente e estabelecidas pela âncora. Nesse contexto, Barbedo Camilo-da-Silva afirmam:

Os tomadores de decisão realizam suas avaliações com base em um valor inicial, ou ponto de partida, que é posteriormente ajustado para fins de uma decisão final. Esse valor inicial pode ser sugerido por um precedente histórico, pela maneira pela qual um problema é apresentado ou por uma informação aleatória (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 52).

Embora, evidentemente, não tenha nenhum vínculo entre o problema avaliado e um número randômico recomendado, acomete-se o efeito de tal viés. Foi o que Tversky e Kahneman notaram em seu experimento feito na Universidade de Óregon (ZAMBONI, 2016). O processo de ancoragem inicia com a solicitação explícita para que as pessoas comparem o valor da âncora com o valor alvo. Nesse experimento, eles rodaram uma roleta com números entre 0 e 100, e depois disso questionaram aos participantes qual era a porcentagem de países da África que faziam parte da ONU (Organização das Nações Unidas). Quando o resultado marcado correspondia o número 10 e 65, a resposta média era de 25% e 45%, respectivamente (KAHNEMAN e TVERSKY, 1974). Dessa forma, Kahneman cita que “[...] o julgamento das pessoas foi influenciado por um número obviamente irrelevante. Não havia nenhuma maneira de conceber o efeito ancoragem de uma roleta da fortuna como razoável” (KAHNEMAN, 2011, p. 120). Ou seja, meros números aleatoriamente sugeridos constituem razão cabal para gerar o efeito do viés da ancoragem nas pessoas, proporcionando, portanto, respostas ou resultados viesados (ZAMBONI, 2016).

Em outro estudo realizado por Tversky e Kahneman (1974), pediu-se a um grupo de alunos para que realizassem uma estimativa, em um curto intervalo de 5 segundos, do resultado do produto de $8 \times 7 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$, enquanto outro grupo, no mesmo tempo, estimava o produto de

1x2x3x4x5x6x7x8. A resposta média estimada da primeira operação foi 2250, já a média estimada da outra foi 512. O resultado das primeiras multiplicações serviu de âncora para a resposta final de ambos os grupos. Dessa forma, embora a ancoragem “possa ser frequentemente útil em julgamentos e decisões, uma vez que possibilita uma economia de tempo e não demanda tanto esforço cognitivo [...] O julgamento pode ser enviesado em direção a uma âncora irrelevante” (TONETTO, KALIL, *et al.*, 2006, p. 184).

Há efeitos semelhantes da ancoragem no mundo real, ou seja, esse viés não está restrito somente aos experimentos laboratoriais. De tal forma, Gregory B. Northcraft e Stanford Margaret A. Neale, em seus estudos, instruíram um determinado grupo de profissionais do ramo imobiliário. Os participantes foram divididos em dois grupos e os pesquisadores lhes deram uma lista com dez páginas com informações a respeito de um imóvel residencial. Entre as informações entregues havia, também, o preço indicado de tal residência que era substancialmente diferente entre os grupos. Embora o preço indicado seja diferente, as demais informações eram as mesmas para ambos. Depois de receber tal lista, os pesquisadores solicitaram aos participantes que realizassem uma avaliação do imóvel durante uma vistoria. A partir disso, os profissionais mostraram suas opiniões a respeito da casa, porém cada grupo avaliou tendo como referência o preço indicado. Extraordinariamente, os participantes foram incisivos e disseram que o preço não havia sido levado em consideração em suas avaliações (NORTHCRAFT e NEALE, 1987). Sobre tal estudo, Belsky e Gilovich afirmam:

...a ancoragem pode influenciar quase qualquer decisão financeira que você tome, mesmo quando você tem algum conhecimento sobre o assunto em questão e mesmo quando você sabe que o valor da âncora foi escolhido para tirar vantagem de você (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 141-142).

Dessa maneira, mesmo os profissionais, que possuem conhecimento e experiência na área em que atuam, o que propicia a redução do efeito do viés, estão suscetíveis à ancoragem e seus efeitos (ZAMBONI, 2016).

Além do viés da ancoragem, há o da confirmação. O viés da confirmação “significa que a informação é pesquisada, interpretada, e lembrada de tal modo que sistematicamente impede a possibilidade de que a hipótese possa ser rejeitada” (OSWALD e GROSJEAN, 2004, p. 79). Ou seja, as pessoas acabam desconsiderando qualquer informação que não esteja de acordo com as âncoras pré-estabelecidas, uma vez que suas preferências foram desenvolvidas. Sob tal caminho, esse viés pode influenciar as decisões das pessoas, conforme Belsky e Gilovich: “Uma vez que você desenvolve um sentimento sobre um assunto – não importa o quão inconsciente tal preferência possa ser – torna-se muito mais difícil superar sua inclinação” (BELSKY e

GILOVICH, 1999, p. 132).

A ancoragem, além de ver observada nos mais diversos ambientes e contextos, também é notada no mercado de ações. Dessa forma, Correa discorre:

No mercado financeiro, o efeito da ancoragem também é encontrado quando os aplicadores, ao se decidirem a respeito de qual aplicação financeira realizar, têm suas estimativas de desempenho futuro ancoradas no retorno do período anterior. Essa atitude colabora na variação do fluxo de capital que é direcionado para as mais diversas classes de ativos financeiros (ZAMBONI, 2016, p. 46).

Embora a decisão de vender, comprar ou guardar uma ação não deva estar correlacionada ao preço de aquisição, os agentes acabam tomando decisões sob efeito da ancoragem, pois é difícil não levar em consideração o valor pago. Ou seja, “o valor que pagamos por uma ação hoje, ou seja, seu preço no mercado à vista da bolsa de valores se torna nossa âncora, quer queiramos ou não, quando avaliamos sua perspectiva de evolução futura” (MOSCA, 2009 , p. 83). Oscilações rápidas no mercado de ações acontecem comumente, gerando acentuação da fixação dos novos valores no pensamento dos agentes, visto que o preço atual difere consideravelmente do preço passado. Assim, em certa parte é por causa da ancoragem que não conseguimos identificar com facilidade o começo de uma bolha especulativa ou o início de um *crash* (MOSCA, 2009). Correa prossegue:

Ao adquirir-se um ativo sub ou sobrevalorizado, o ponto de referência transforma-se neste patamar depreciado ou apreciado, respectivamente. E então, à medida em que novas informações são absorvidas, os aplicadores realizam ajustes nos números em função da mudança nas expectativas (ZAMBONI, 2016, p. 46).

Inclusive os agentes, sem nenhuma posição comprada ou vendida, ou seja, com posições líquidas, que somente acompanham a volatilidade do mercado, são suscetíveis à ancoragem, conforme Belsky e Gilovich afirmam: “De fato, não é nem mesmo necessário que você tenha comprado a ação para ancorar-se a um preço” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 143). Alguns agentes, ao pensarem na compra de certas ações, ficam inertes, com um plano que poderia gerar bons resultados, porém não executam. Já outros, compram ações apenas por motivos de uma queda considerável nos preços, porém tais baixas podem ter ocorrido por mudanças nos fundamentos da empresa.

A maneira de pensar e agir das pessoas, que são as que sofrem mais influência pelas condições sob qual estão inseridas, é onde verificou-se uma das principais conclusões das pesquisas a respeito do efeito que tal viés gera. Kahneman, prêmio Nobel de Economia, afirma: “você não sabe como ela (ancoragem) guia e restringe seu pensamento, pois você não pode

imaginar como teria racionado se a âncora tivesse sido diferente ou ausente” (KAHNEMAN, 2011, p. 128). Todavia, o autor orienta que para combater a ancoragem é preciso reconhecer que qualquer número estabelecido gera uma âncora. Ou seja, conforme Correa infere sobre tal ponto de vista de Kahneman: “ao realizar transações, os indivíduos deveriam focar a atenção em argumentos contra a possível âncora, inclusive recusar-se a prosseguir com as negociações, caso haja uma cifra afrontosa” (ZAMBONI, 2016, p. 47).

Apesar de certos vieses serem corrigidos por meio de busca de conhecimento a respeito, para Belsky e Gilovich, a ancoragem é o oposto. Para os escritores: “Você pode saber o que não é um preço justo, mas isso não necessariamente diz o que é um preço justo ou quanto ajustar a partir daquele valor inicial injusto” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 144). Entretanto, ter uma segunda opinião de pessoas experientes no tema, gera uma prevenção. Ou seja, as chances que absorver informações irrelevantes, durante decisões relevantes, são maiores quando o conhecimento das pessoas, em relação ao assunto, é menor. Eles prosseguem, inferindo: “gastar o dinheiro para obter uma segunda opinião, ou, mais importante, uma opinião mais experiente, é frequentemente uma das formas mais inteligentes de superar âncoras com valores enganosos” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 148).

Mosca, destaca a relevância da pesquisa, afirmando que:

Ao adquirir-se um ativo sub ou sobrevalorizado, o ponto de referência transforma-se neste patamar depreciado ou apreciado, respectivamente. E então, à medida em que novas informações são absorvidas, os aplicadores realizam ajustes nos números em função da mudança nas expectativas (MOSCA, 2009 , p. 84).

Isto posto, possuir disciplina é a maneira de evadir que o agente realize ajustes insuficientes, impedido que uma falsa âncora seja criada de dados irrelevantes. Realizar uma análise ampla, profunda e abrangente concede à pessoa uma noção maior do tamanho e magnitude da flutuação dos preços no mercado financeiro (ZAMBONI, 2016).

3.4.5 *Status Quo*

Em um modo geral, os indivíduos, em seu dia a dia, precisam tomar decisões, e naquelas, onde há possibilidade de manter as coisas como estão, é onde temos o viés do *status quo*. Conforme, os pesquisadores da Universidade de Harvard, Samuelson e Zeckhauser (1988), *status quo* ocorre quando as pessoas não fazem nada ou deixam as coisas como estão ao tomarem suas decisões. Os pesquisadores definiram tal viés como: “não fazer nada ou manter alguma decisão atual ou anterior”. Os autores ainda dão mais exemplos onde podemos notar tal

viés: reeleição de um candidato, comprar sempre a mesma marca de um certo produto, permanecer no mesmo emprego, ouvir sempre o mesmo estilo musical. Kahneman *et al.* (1991), afirmam que as pessoas apresentam uma grande tendência em manter o *status quo*, pois acreditam que as desvantagens das novidades aparentam ser maiores.

As tomadas de decisões das pessoas são afetadas pela inclinação em optar por mudanças ou alterações que não lhe afetarão muito (ZAMBONI, 2016, p. 49). Tais evidências foram observadas através do experimento de Samuelson e Zeckhauser, em meio a estudantes de administração de empresas e economia. Os pesquisadores dividiram os voluntários em dois grupos, cujo primeiro foi lhe mostrado o dilema a seguir:

Você é um assíduo leitor das páginas financeiras, mas até recentemente têm tido poucos recursos para investir. Até que você herda uma grande soma de dinheiro do seu tio-avô. Você está considerando diferentes carteiras. Suas escolhas são: (SAMUELSON e ZECKHAUSER, 1988, p. 12).

Em seguida, foram ofertadas quatro alternativas diferentes de aplicações financeiras, onde apenas uma deve ser escolhida. Ao outro grupo, as mesmas informações foram repassadas, entretanto, foi dito que o finado tio-avô deixou seu patrimônio aplicado em uma das alternativas anteriores, ou seja, a herança não foi repassada na forma de dinheiro e sim, de aplicação financeira. Além disso, foi acrescentado ao problema: “Você está decidindo se deixará a carteira intacta ou se alterará através de investimentos em outros ativos” (SAMUELSON e ZECKHAUSER, 1988, p. 12). Dessa forma, o *status quo* foi definido no segundo dilema, dado que o portfólio foi direcionado a uma das aplicações financeiras. Tal experimento, evidenciou que ao serem informados sobre a herança, que estava aplicada em uma das alternativas financeiras, os alunos tendiam a permanecer o portfólio inalterado, independentemente de qual das aplicações estava. Ao primeiro grupo, nenhuma alternativa foi aludida, em contraponto, ao segundo que claramente mostrou ter preferência deixar a alocação como estava.

Por mais que não seja fácil de percebermos, optar em não mudar também é, essencialmente, uma escolha. “O interessante é que não percebemos que a decisão de manter determinada situação inalterada é em si uma decisão” (MOSCA, 2009 , p. 95). Porém, as pessoas acreditam que a presente condição é a mais segura, recusando as demais considerações por medo do arrependimento. Em contrapartida, possíveis benefícios oriundos das diferentes alternativas, deixam de ser obtidas. Mosca ressalta que tal comportamento pode ser motivado também pela dificuldade em reconhecer um equívoco: “alterar a própria decisão de alocação tomada no passado significa reavaliar uma decisão passada. Muitas vezes implica

assumir um erro anterior” (MOSCA, 2009 , p. 97). Dessa forma, manter as coisas como estão, para evitar tal admissão, torna-se mais atrativo. Entretanto, os agentes precisam compreender que “optar por não decidir é necessariamente uma escolha, e igualmente trará suas implicações. Privilegiar o *status quo* consiste em conferir um voto de confiança para a situação atual” (ZAMBONI, 2016, p. 51).

Barbedo e Camilo-da-Silva, sobre a correlação entre o viés da ancoragem e do *status quo*, inferem que: “esse fenômeno é consistente com a ideia de aversão a perda relativa a um ponto de referência. Isso significa que as pessoas tendem a definir e a se fixar em um ponto de referência” (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 26). Correa, prossegue: “dada a repulsa em assumir prejuízos que os agentes econômicos costumam demonstrar, aliada a âncora estabelecida por certo valor, cria-se condição propícia para a atuação do viés” (ZAMBONI, 2016, p. 50).

Ferreira, ao discutir sobre o hábito que as pessoas possuem em manter grande parte dos recursos financeiros em planos de aposentadorias (fundos previsíveis), do que em mercado de ações, infere:

preferindo-se manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na contracorrente ou poupança com baixo retorno, o que pode significar perder boas oportunidades com valorizações expressivas que surgem no mercado em certos momentos (FERREIRA, 2007, p. 184)

Apesar de existir fundos de pensão propícios e ofertados na bolsa de valores, as pessoas, que postergam tais ativos, acabam deixando seus recursos em opções com baixa rentabilidade. Além disso, a inação, em mercado de capitais, faz com que ocorra com frequência a permanência de posição na carteira das ações perdedoras, o que gera um risco excessivo. Correa, sobre tal ponto, cita:

Operadores seguram suas ações por tanto tempo em virtude de sentirem-se emocionalmente envolvidos com o ativo, assim como pela familiaridade possuída, ou inclusive devido aos custos de transação associados. Objetivos financeiros são, portanto, comprometidos, além do presumível fraco desempenho da carteira (ZAMBONI, 2016, p. 51).

Dessa forma, os agentes, ao terem consciência dos efeitos do *status quo* em suas decisões, deveriam optar por medidas que lhes façam diminuir tal efeito deste comportamento. Sobre tal ótica, Belsky e Gilovich recordam:

Adiamento, demora, procrastinação. Eles podem parecer o caminho de menor resistência, mas eles são em seu próprio modo tão consequentes quanto qualquer outra

opção, uma espécie de abordagem passivo-agressiva para a tomada de decisões (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 100-101).

Belsky e Gilovich, também indicam que as pessoas se posicionem no “piloto-automático”, ou seja, que elas estabeleçam um plano ao comprarem ações, em intervalos regulares. Faça uma reserva destinada para obter os ativos, de modo periódico, independente do mercado estar na baixa ou alta, uma vez que: “Desta forma você acaba comprando menos ações quando o preço do investimento é alto e mais quando o preço é menor” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 102). Sua principal vantagem, em relação à indicação, está em evitar o grande questionamento a respeito de quando é o momento mais propício para aplicar seus recursos financeiros, “visto que seria obtido um custo médio em função das compras” (ZAMBONI, 2016, p. 51). Apesar da sua vantagem, tal estratégia requer disciplina e consistência.

Imaginar sobre os possíveis bons resultados das decisões, faz com que as pessoas tenham os efeitos desse viés reduzido. Ou seja, caso tenham uma motivação psicológica adequada, as pessoas terão uma mudança em suas decisões, evitando assim, de deixar as coisas como estão. Martin afirma: “Em essência, imagens do futuro influenciam nossas decisões e comportamentos atuais. Se você tivesse que imaginar que o futuro é menos desejável do que o presente, então você preferiria o *status quo* e vice-versa” (MARTIN, 2012, p. 58-59).

Enfim, sob a ótica bursátil (relação entre Bolsa de Valores e Mercado de Capitais), outra maneira de “driblar” o *status quo* seria mostrar as consequências negativas da manutenção que os ativos inadequados geram. Nesse aspecto, Pompian infere: “Demonstrar os riscos negativos associados à manutenção de ativos inadequados é muitas vezes uma tática eficaz e pode motivar as pessoas a mudar seu comportamento” (POMPIAN, 2006, p. 228). Portanto, é de suma importância que os agentes tenham a percepção dos riscos atrelados em dada posição acionária, o que pode ser realizado por meio da “tentativa de projetar o que provavelmente ocorreria ao patrimônio total, caso houvesse expressiva desvalorização no ativo” (ZAMBONI, 2016, p. 52).

3.4.6 Efeito Posse

O efeito posse é um viés elaborado pelo economista Richard H. Thaler (THALER, 1980), ao referir o comportamento de superestimação das pessoas, em relação aos valores de seus bens, contra os bens que não são do seu patrimônio. Ou seja, os agentes tendem, conforme Yoshinaga e Ramalho (2014 *apud* KAHNEMAN, 2012) “a sobrevalorizar determinado bem que possui se ele for destinado ao uso, fazendo que haja discrepâncias entre o valor que se atribui por ocasião

de sua compra e de sua venda”. Ou seja, as pessoas acabam pagando mais para manter algo que possuem, do que estão dispostas a pagar algo que está sob posse de outras pessoas, mesmo que não haja razões para tal apreço, ou ainda que tal item tenha sido obtido há pouco tempo (ZAMBONI, 2016). Sob um aspecto mais generalista, efeito posse ocorre quando as pessoas atribuem mais valor às coisas simplesmente por terem ou possuí-las (ROECKELEIN, 2006).

Ao elevar os valores de seus próprios bens, as pessoas atribuem mais dificuldade na tarefa decisória (BELSKY e GILOVICH, 1999). É uma vez que o efeito posse gere uma avaliação errada sobre os preços, tanto as pessoas que possuem, quanto as que irão possuir ou adquirir, “falham na tentativa de escolherem opções que coadunem com seus melhores interesses” (ZAMBONI, 2016, p. 53).

A aversão à perda (*loss aversion*, em inglês) é um viés que causa um efeito nas pessoas em dar mais relevância às perdas do que aos ganhos, induzindo-as a tomar decisões para tentar reduzir ou parar possíveis prejuízos, mas atribuindo mais riscos (KAHNEMAN, 2011). Dessa maneira, o efeito posse, conforme Kahneman (2011) salienta, é uma decorrência da aversão à perda e do *status quo*. O estudioso prossegue: “as desvantagens de uma mudança aparentam serem maiores que as vantagens, induzindo um viés que favorece o *status quo*”. A partir da afirmação, subentende-se que a aversão à perda exerce grande influência na tomada de decisão, no entanto, não é regra que as pessoas constantemente preferirão seguir com uma abordagem mais conservadora e segura.

O efeito posse foi demonstrado por Kahneman, que exemplifica o fenômeno através do clássico experimento das canecas (KAHNEMAN, KNETSCH e THALER, 1991). Nesse experimento, canecas chamativas de café com o emblema da faculdade no valor de US\$ 6 foram distribuídas de forma aleatória para metade de uma amostra de estudantes. Nessa amostra, metade dos estudantes, denominados como vendedores, posicionavam sua respectiva caneca a sua frente, enquanto outra metade dos alunos, chamados de compradores, observavam as canecas de forma a ofertar um valor com seu próprio dinheiro. Na ocasião, o preço médio de venda foi próximo do dobro do preço médio de compra, ilustrando o efeito de posse, conforme Kahneman prossegue:

O alto preço que os vendedores definem reflete a relutância em renunciar a um objeto que eles já possuem. Uma relutância que pode ser vista em bebês que ferozmente agarram um brinquedo e mostram grande agitação quando lhes é retirado (KAHNEMAN, 2011, p. 296).

Kahneman notou que, em transações comerciais do dia a dia, não há aversão à perda. Quando, por exemplo, pedimos para que troquem uma nota de R\$ 5,00 por cinco notas de

R\$ 1,00, não notamos nenhuma perda. Do mesmo modo ocorre em uma loja de sapatos:

O comerciante que cede os sapatos em troca de dinheiro, certamente não sente nenhuma perda. De fato, os sapatos que ele entrega sempre foram, de seu ponto de vista, um incômodo representante para o dinheiro que ele espera receber de alguns consumidores. Além disso, você provavelmente não considera o pagamento ao comerciante como uma perda, pois você estava efetivamente mantendo o dinheiro como um representante para os sapatos que pretendia comprar (KAHNEMAN, 2011, p. 294)

Dessa maneira, em ocasiões tais como essas, os agentes econômicos não padecem do efeito desse viés (ZAMBONI, 2016, p. 54).

Em 2008, Peterson analisou, no mercado de ações, as consequências do efeito posse. O estudioso relata que as pessoas se apegam em certas ações, por diversas razões, acabam sentindo uma certa dificuldade em suas decisões de vendas, ainda mais caso tal decisão aparenta resultar em um prejuízo, e assim, fazendo com que a venda aparenta não ser necessária. Fogel e Berry (2006), reportaram que cerca de 90% dos agentes gastam grande parcela do seu tempo para comprar os ativos, devido a essa resistência. Já 80% dos agentes reportaram que suas decisões de vendas são mais complexas de serem realizadas (FOGEL e BERRY, 2006). Peterson prossegue, atribuindo essa dificuldade ao emocional: “investidores valorizam os itens que possuem muito mais do que os não-proprietários e, como resultado, tornam-se relutantes para se separar de um item que, pelo menos a princípio, consideram excessivamente baixo” (PETERSON, 2008, p. 142). Nessa mesma linha, Barbedo afirma:

A venda pelo preço igual ou menor aparenta ser uma realização de prejuízo em comparação com o preço que ele acha que é o verdadeiro. Investidores que não percebem este tipo de comportamento tendem a segurar ações perdedoras, ou seja, as que sofreram quedas de preço (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 23).

Demonstrando um dos efeitos negativos que esse viés gera na valorização que os aplicadores atribuem.

De acordo com Thaler, os custos de oportunidade e as despesas efetivas deveriam ter atribuições de mesma relevância. Todavia, não é isso que acontece:

Este formato da função de valor implica que se custos desembolsáveis são vistos como perdas e custos de oportunidade são vistos como ganhos antecipados, o primeiro terá um peso maior... De agora em diante, farei referência à subestimação dos custos de oportunidade como efeito posse (THALER, 1980, p. 44).

Ou seja, as pessoas inclinam-se a “superestimar custos desembolsáveis enquanto subestimam custos de oportunidade, em certo grau como resultado da aversão à perda”

(ZAMBONI, 2016, p. 55). Nesse aspecto, para evitar esse comportamento, é fundamental que os custos de oportunidade tenham seus devidos valores, porque dessa forma: “Ao contemplar decisões financeiras, será mais do que provável que você preste muita atenção para o que possui atualmente do que para o que você pode ter no decorrer da estrada” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 101). Uma das maneiras de realizar isso, conforme Belsky e Gilovich, é idealizar o arrependimento gerado pela decisão que foi boa, porém não foi feita.

4 CONCLUSÃO

A partir de diversos experimentos e estudos sobre Finanças Comportamentais, elaborado por diversos economistas e psicólogos, dos quais alguns ganharam Prêmio Nobel, inclusive, ficou evidente que os prejuízos financeiros podem ser cometidos quando as tomadas de decisões das pessoas estão sob efeito de suas emoções, ou seja, quando há vieses interferindo no processo decisório.

Por causa da volatilidade no mercado, os desvios sistemáticos vistos pelos estudiosos citados, são mais nítidos e aplicáveis ao mercado de ações. Ao vender ou comprar determinada ação, o agente econômico precisa ter ciência de que seus comportamentos são norteados por suas emoções. Percebendo isso, ele é capaz de compreender que há certas tendências envolvidas. Ou seja, uma vez que percebe tais tendências, ele consegue corrigir suas tomadas de decisões, evitando perdas expressivas do seu patrimônio. A leitura e estudo de diversos artigos e livros sobre o tema foi de suma importância para analisar quais são os vieses cruciais que interferem no processo decisório. Por mais que haja uma vasta gama de vieses, os seis vieses citados, nesse trabalho, são mencionados com frequência pela grande maioria dos autores nas bolsas de valores.

O autor desse trabalho complementou, em cada viés citado, vários modos de evitar ou reduzir os efeitos. Tais complementos, caso sejam realizadas, são capazes de diminuir as influências de tais efeitos, agregando na redução das perdas e no aumento dos ganhos.

Por fim, sabe-se que a internet é uma grande fonte de informações, dados e que há diversas pessoas intituladas “influenciadoras digitais”. Na área de finanças, essas pessoas apresentam diversos conhecimentos e, embora muitos avisem que seus exemplos não são recomendações, seus conteúdos podem interferir nas decisões das pessoas, ainda mais aquelas inexperientes, que começaram a pouco tempo a atuar no mercado de ações. Nesse contexto, sugere-se, como temática de pesquisas futuras, a interferência das informações da internet nos vieses cognitivos das tomadas de decisões econômicas das pessoas. Para complementar isso, sugere-se como pesquisas futuras, também, qual associação que há entre esses “influenciadores” e os vieses cognitivos nas tomadas de decisões dos jovens investidores.

REFERÊNCIAS

- ARIELY, D. **Predictably irrational**: the hidden forces that shape our decisions. 2nd. ed. New York: Harper Collins, 2009.
- ASCH, S. E. Effects of group pressure on the modification and distortion of judgments. *In*: GUETZKOW, H. (ed.). **Groups, leadership and men**: research in human relations. Oxford: Carnegie Press, 1951. p. 177-190.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.
- B3. **Investidores**. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm. Acesso em: 19 jan. 2022.
- BARBEDO, C. H. D. S.; CAMILO-DA-SILVA, E. **Finanças comportamentais**: pessoas inteligentes também perdem dinheiro na bolsa de valores. São Paulo: Atlas, 2008.
- BARBER, B. M.; ODEAN, T. The courage of misguided convictions. **Financial Analysts Journal**, v. 55, p. 41-55, 1999.
- BELSKY, G.; GILOVICH, T. **Why smart people make big money mistakes - and how to correct them**: lessons from the New Science of Behavioral Economics. New York: Simon & Schuster, 1999.
- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**. 10. ed. Nova Iorque: AMGH, 2015.
- BURR, B. B. Behavioral finance: more light shining on the whys of investing. **Pensions & Investment**, v. 26, p. 32-34, 1997.
- BUSSE, J. A.; GREEN, T. C. Market efficiency in real time. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 415-437, 2002.
- CHEN, J.; SCOTT, G. Investopedia. **Investopedia**, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp#what-is-the-stock-market>. Acesso em: 18 out. 2021.
- COPUR, Z. **Handbook of research on behavioral finance and investment strategies**: decision making in the financial industry. Hershey: IGI Global, 2015.
- COSTA, D. F.; CARVALHO, F. D. M.; MOREIRA, B. C. D. M. Behavioral economics and behavioral finance: a bibliometric analysis of the scientific fields. **Journal of Economic Surveys**, v. 33, n. 1, p. 3-24, 2019.
- DASH, M. **Ulipomania**: the story of the world's most coveted flower and the extraordinary passions it aroused. London: Gollancz, 1999.
- DORN, J. Trading doctor: the danger of overconfidence. **The Market Oracle**, 2008. Disponível em: <http://www.marketoracle.co.uk/Article4935.html>. Acesso em: 15 out. 2021.
- ELDER, A. **Como se transformar em um operador e investidor de sucesso**: entenda a

psicologia do mercado financeiro, técnicas poderosas de negociação, gestão lucrativa de investimentos. 10. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

ELDER, A. **Aprenda a operar no mercado de ações: come into my trading room**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ELTON, E.; GRUBER, M.; BROWN, S. **Moderna teoria de carteiras e análises de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, E. F. Efficient capital markets a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, p. 1575-1617, 1991.

FERREIRA, V. R. D. M. **Decisões econômicas: você já parou para pensar?** São Paulo: Saraiva, 2007.

FOGEL, S. O.; BERRY, T. "The disposition effect and individual investor decisions: the roles of regret and counterfactual alternatives". **Journal of Behavior Finance**, v. 7, n. 2, p. 107-116, 2006.

GITMAN, L. J.; JOEHNK, M. D. **Princípios de investimentos**. 8. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

HENS, T.; RIEGER, M. O. **Financial economics a concise introduction to classical**. 2nd ed. New York: Springer, 2016.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. **Organizações & Sociedade**, Salvador, v. 16, n. 49, p. 351-370, 2009.

KAHNEMAN, ; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 363-391, 1979.

KAHNEMAN, D. **Thinking, fast and slow**. New York: Straus and Giroux, 2011.

KAHNEMAN, D.; KNETSCH, J. L.; THALER, R. H. Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias. **Journal of Economic perspectives**, v. 5, n. 1, p. 193-206, 1991.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.

KENDALL, M. G.; HILL, A. B. The analysis of economic time-series-part I: prices. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 116, n. 1, p. 11-34, 1953.

KEOWN, A. J.; PINKERTON, J. M. Merger announcements and insider trading activity: an empirical investigation. **The Journal of Finance**, v. 36, n. 4, p. 855-869, 1981.

LAKATOS, M. E.; MARCONI, M. D. A. **Metodologia do trabalho científico**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LANGER, E. ; ROTH, J. Heads I win, tails it's chance: the illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 32, n. 6, p. 951-955, 1975.

LIMA, M. V. Um estudo sobre finanças comportamentais. **RAE-eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 1-19, 2003.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTIN, M. **The inner world of money: taking control of your financial decisions and behaviors**. Santa Barbara: ABC-CLIO, 2012.

MOSCA, A. **Finanças comportamentais: gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos**. 2nd ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MUSSA, A. *et al.* Hipótese de mercado eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF: pesquisa, desenvolvimento e gestão**, v. 11, n. 1, 2008.

NORTHCRAFT, G. B.; NEALE, M. A. "Experts, amateurs, and real estate: an anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions". **Organizational behavior and human decision processes**, v. 39, n. 1, p. 84-97, 1987.

ODEAN, T. Are investors reluctant to realize their losses? **Journal of Finance**, v. 53, n. 5, p. 1775-1798, 1998.

OSWALD, M. E.; GROSJEAN, S. **Confirmation bias**. Cognitive illusions: a handbook on fallacies and biases in thinking, judgement and memory. Hove: Psychology Press, 2004. v. 79.

PETERSON, R. L. **Desvendando a mente do investidor: o domínio da mente sobre o dinheiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

PETERSON, R. L. **Inside the investor's brain: the power of mind over money**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011. v. 295.

PLOUS, S. **The psychology of judgment and decision making**. New Aster: Mcgraw-Hill Book Company, 1993.

POMPIAN, M. M. **Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.

RÊGO, R. H. T.; MUSSA, A. Anomalias do mercado acionário: a verificação do efeito feriado no IBOVESPA E IBX-100 no Período de 2002 a 2007. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. **Anais[...]**. São Paulo: USP, 2008.

ROECKELEIN, J. E. **Elsevier's dictionary of psychological theories**. Amsterdam: Elsevier, 2006.

SAMUELSON, W.; ZECKHAUSER, R. Status quo bias in decision making. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 1, n. 1, p. 7-59, 1988.

SEWELL, M. Behavioural finance. **University of Cambridge**, v. 13, p.389-393, 2007.

SHEFRIN, H. Behavioralizing finance. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 4, n. 1-2, p. 1-184, 2010.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. **Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 777-790, 1985.

SHILLER, R. J. Investor behavior in the october 1987 stock market crash: survey evidence. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 2446, Nov. 1987.

SHILLER, R. J. **Irrational exuberance**. 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 2015.

SHLEIFER, A. **Inefficient markets: an introduction to behavioural finance**. New York: Oxford University Press, 2000.

SIMON, H. A. A behavioral model of rational choice. **The quarterly journal of economics**, v. 69, n. 1, p. 99-118, 1955.

SLOVIC, P.; LICHTENSTEIN, S. Comparison of Bayesian and regression approaches to the study of information processing in judgment. **Organizational behavior and human performance**, v. 6, n. 6, p. 649-744, 1971.

SVENSON, O. "Are we less risky and more skillful than our fellow drivers?". **Acta Psychologica**, v. 47, p. 143-151, 1981.

THALER, R. H. Toward a positive theory of consumer choice. **Journal of Economic Behavior and Organization**, Ithaca, v. 1, n. 1, p. 39-60, 1980.

TONETTO, M. et al. O papel das heurísticas no julgamento e na tomada de decisão sob incerteza. **Estudos de Psicologia**, Campinas, v. 23, p. 181-189, 2006.

TROTTER, W. B. L. **Instincts of the Herd in Peace and War**. London: Fisher Unwin, 1916.

YOSHINAGA, C. E. *et al.* Finanças comportamentais: uma introdução. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 25-35, 2008.

YOSHINAGA, C. E.; RAMALHO, T. B. Finanças comportamentais no Brasil: uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 16, p. 594-615, 2014.

ZAMBONI, D. C. Finanças comportamentais: atitudes do aplicador frente às decisões operacionais no mercado de ações. **Revista Eletrônica de Debates em Economia**, v. 4, n. 1, 2016.