

**UNI-FACEF CENTRO UNIVERSITÁRIO DE FRANCA**

**DANIEL ZAMBONI CORREA**

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: ATITUDES DO APLICADOR  
FRENTE ÀS DECISÕES OPERACIONAIS NO MERCADO DE AÇÕES**

**FRANCA**

**2015**

**DANIEL ZAMBONI CORREA**

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: ATITUDES DO APLICADOR  
FRENTE ÀS DECISÕES OPERACIONAIS NO MERCADO DE AÇÕES**

Monografia apresentada ao Uni-FACEF  
*Centro Universitário de Franca* para  
obtenção do título de bacharel em  
Ciências Econômicas

Orientador: Profa. Ma. Vânia Lemos  
Zamboni

**FRANCA**  
**2015**

**DANIEL ZAMBONI CORREA**

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: ATITUDES DO APLICADOR  
FRENTE ÀS DECISÕES OPERACIONAIS NO MERCADO DE AÇÕES**

Monografia apresentada ao Uni-FACEF  
*Centro Universitário de Franca* para  
obtenção do título de bacharel em  
Ciências Econômicas

Franca, 28 de agosto de 2015

Orientador: \_\_\_\_\_

Nome: Profa. Ma. Vânia Lemos Zamboni

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Examinador(a): \_\_\_\_\_

Nome: Prof. Ms. Márcio Benevides Lessa

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Examinador(a): \_\_\_\_\_

Nome: Profa. Ma. Ana Tereza Jacinto Teixeira

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Dedico este trabalho aos meus pais, Telma Lemos Zamboni e José Ronam Ramos Correa, aos amigos, professores e familiares pela dedicação, apoio, compreensão e, sobretudo pela fé depositada em mim durante todos esses anos de vida acadêmica.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço:

- a Deus;
- aos meus amigos, parentes e familiares, por acreditarem e apoiarem;
- ao meu orientador, a Profa. Ma. Vânia Lemos Zamboni, durante todo o desenvolvimento deste projeto;
- ao Edwilson S. Freire pelo auxílio na estruturação da monografia.

*Se as pessoas são racionais, não há  
necessidade de protegê-las contra as suas  
próprias escolhas.*

Daniel Kahneman

CORREA, Daniel Zamboni. **Finanças comportamentais**: atitudes do aplicador frente às decisões operacionais no mercado de ações. Faculdade de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis de Franca – FACEF. Monografia (TCC). Franca, 2015, 64p.

## RESUMO

Neste trabalho, cuja metodologia é a pesquisa bibliográfica, procurou-se demonstrar que o aplicador do mercado de ações em sua conduta se inclina quase sempre a tendências não racionais, ao contrário do que se esperaria pela teoria econômica tradicional. O pressuposto da racionalidade perfeita dos agentes econômicos é desafiado pelas evidências observadas no próprio mercado de capitais. Atitudes verificadas em situações específicas do mercado acionário divergem do procedimento que os participantes supostamente deveriam adotar de acordo com os princípios da teoria econômica convencional. Constatou-se que a presença de vieses no momento em que decisões são tomadas é capaz de provocar prejuízos financeiros. Dentre tais tendências comportamentais, a pesquisa destaca as seguintes: comportamento de manada, excesso de confiança, teoria do prospecto, ancoragem, status quo e efeito posse. O trabalho também aponta possíveis formas de evitar a influência dos vieses sobre o comportamento do aplicador.

**Palavras-chave:** Finanças comportamentais, teoria do prospecto, psicologia do investidor, comportamento do investidor, eficiência de mercado.

CORREA, Daniel Zamboni. **Behavioral finance**: investor attitude towards operational decisions in the stock market. Faculdade de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis de Franca – FACEF. Term paper. Franca, 2015, 64p.

## **ABSTRACT**

This study, which methodology is the theoretical research, tries to demonstrate that, in his behavior, the stock market investor is not often inclined to rational trends, contradicting the traditional economic theory, which one would expect. The assumption of economic agents' perfect rationality is challenged by evidence observed in the equity market itself. Attitudes identified in the stock market's specific situations diverge from the behavior which one should expect in accordance with the principles of conventional economic theory. It was found that the presence of biases at the time when decisions are made is capable of causing financial losses. Among such behavioral trends, the survey highlights the following: herd behavior, overconfidence, prospect theory, anchoring, status quo and endowment effect. This study also points out possible ways to prevent the influence of such biases on the investor behavior.

**Keywords:** Behavioral finance, prospect theory, investor psychology, investor behavior, market efficiency.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Experimento das linhas.....	29
Figura 2 – Cérebro.....	35
Figura 3 – Prospect theory.....	39

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. LÓGICA E CONTRADIÇÃO DA RACIONALIDADE NO MERCADO DE AÇÕES.....	14
1.1 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS.....	15
1.2 MERCADO DE AÇÕES.....	17
1.2.1 Hipótese dos Mercados Eficientes.....	19
1.3 ESTUDIOSOS.....	22
2 TENDÊNCIAS COMPORTAMENTAIS.....	26
2.1 COMPORTAMENTO DE MANADA.....	27
2.2 EXCESSO DE CONFIANÇA.....	32
2.3 TEORIA DO PROSPECTO.....	36
2.4 ANCORAGEM.....	44
2.5 STATUS QUO.....	48
2.6 EFEITO POSSE.....	52
CONCLUSÃO.....	57
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO.....	59
REFERENCIAL ELETRÔNICO.....	64

## INTRODUÇÃO

A presente monografia trata do tema Finanças Comportamentais, subdivisão interdisciplinar da Economia que estuda a influência da psicologia humana nas decisões financeiras. Concretamente, efetuou-se uma análise bibliográfica da existência de vieses cognitivos sobre as escolhas do aplicador durante a atuação no mercado de ações. O chamado viés caracteriza-se por um desvio sistemático no comportamento dos operadores, perceptíveis claramente no ambiente das bolsas de valores devido à sua intrínseca volatilidade.

O objetivo geral da pesquisa é verificar quais são os principais vieses comportamentais que acompanham o processo de tomada de decisão no âmbito do mercado de ações por meio de experimentos e dados do mercado real.

Os objetivos específicos são: apresentar os conceitos de Finanças Comportamentais utilizados na argumentação. Questionar o pressuposto da racionalidade perfeita dos agentes econômicos. Apontar possíveis formas de evitar a influência dos vieses sobre o comportamento do aplicador.

O presente trabalho, após apresentar a origem da recente disciplina das Finanças Comportamentais, igualmente alude ao argumento da plena racionalidade dos agentes econômicos, o qual é desafiado pelas evidências constatadas em exemplos observados no próprio mercado de capitais. Atitudes verificadas em situações específicas do mercado acionário divergem do procedimento que os participantes supostamente deveriam adotar de acordo com os princípios da teoria econômica convencional. No trabalho são analisados os comportamentos preponderantes: efeito manada, tendência do indivíduo em imitar o comportamento do grupo; excesso de confiança, esboçado na negligência quanto às informações pertinentes; teoria do prospecto, elaborada para demonstrar o viés da aversão à perda; ancoragem, manifestada na inclinação em superestimar alguma referência irrelevante; *status quo*, o qual se constitui na predisposição a inalterabilidade; efeito posse, identificado quando indivíduos supervalorizam as próprias posses. Isto posto, possíveis formas de se evitar cada viés são consideradas.

Desta maneira, a monografia parte do seguinte problema de pesquisa: quais as influências dos vieses comportamentais nas atitudes do aplicador ao atuar no mercado de ações?

Diante de experimentos conduzidos por vários especialistas em Finanças Comportamentais e das informações obtidas através de pesquisas realizadas pelos autores, constatou-se que a presença de vieses no momento em que decisões são tomadas é capaz de provocar prejuízos financeiros.

A área das Finanças Comportamentais tanto no meio acadêmico como na economia tem sido cada vez mais evidenciada. Sabendo-se reconhecer as características que determinados comportamentos tendem a esboçar, e tomar atitudes que conduzam a melhores resultados se constitui como alternativa no processo de tomada de decisão.

Este trabalho adotou a metodologia de pesquisa bibliográfica, uma vez que foram estudados livros, artigos, assim como diversos experimentos de autores ligados à disciplina da Psicologia Econômica. Da mesma forma, trata-se de uma pesquisa descritiva por expor as características cognitivas do processo de tomada de decisão e demonstra se as emoções afetam as escolhas operacionais dos aplicadores no mercado acionário.

A monografia está organizada em dois capítulos. No capítulo um, o surgimento das Finanças Comportamentais será abordado. Igualmente, a intersecção entre Psicologia Cognitiva e Finanças será analisada para a definição da disciplina. O capítulo prossegue explanando o mercado de ações e parte para um exame do comportamento do aplicador frente à hipótese dos mercados eficientes. Por fim, os principais autores ligados ao tema são apresentados. No capítulo dois, uma descrição de viés e suas influências resultantes são fornecidas. Então, seis dos principais vieses comportamentais serão abordados: efeito manada, excesso de confiança, teoria do prospecto, ancoragem, *status quo* e efeito posse. A atuação de tais vieses na atitude dos participantes do mercado acionário será estudada, assim como potenciais formas de evitá-la.

A metodologia de pesquisa bibliográfica fundamenta-se na investigação do material elaborado pelos autores com relação ao tema estudado. Esse tipo de

pesquisa possibilita o exame de variados escritores, tornando abundantes as fontes a respeito do assunto. Desta forma, proporcionando fundamento teórico ao material analisado e ampliando a bagagem de conhecimento acerca do tema. O pesquisador, portanto, se engaja de maneira diligente no levantamento de informações e dados, conforme declaram 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 a 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).

Logo, o caráter bibliográfico constitui o início da pesquisa científica, pois qualquer trabalho acadêmico exige o conhecimento de teses, livros e demais instrumentos de estudo.

Para que o problema em análise seja respondido, as informações obtidas através do material investigado devem embasar o assunto desenvolvido. Tal consulta pode amparar-se de fonte audiovisual, cartográfica, documental ou textual.

Ainda sobre a pesquisa bibliográfica, Cervo, Bervian e Silva escrevem: *“constitui o procedimento básico para os estudos monográficos, pelos quais se busca o domínio do estado da arte sobre determinado tema”* (CERVO et al, 2007, p. 61). A produção ocorre a partir das publicações existentes. Além disso, é opcional que seja executada de modo independente ou como sendo parte de uma pesquisa experimental.

## 1. LÓGICA E CONTRADIÇÃO DA RACIONALIDADE NO MERCADO DE AÇÕES

Durante a década de 1980, o campo das Finanças passou por transformações em razão de descobertas realizadas por psicólogos e economistas, que constataram a existência de certas anomalias no processo de tomada de decisão dos agentes econômicos. Surgiu então a área denominada “Finanças Comportamentais”, também conhecida como “Economia Comportamental”. Contudo, desde o final do século XIX, trabalhos e livros foram elaborados sobre a influência do aspecto emocional nas escolhas financeiras. Em 1912, George Charles Selden escreve o livro *Psychology of The Stock Market*, sendo um dos primeiros autores a empregar o campo da Psicologia diretamente aos participantes do mercado de ações (SELDEN, 1912). No século XVIII, previamente à publicação de *A Riqueza das Nações*, Adam Smith produz seu primeiro livro, em 1759, *Teoria dos Sentimentos Morais*. Mais de 200 anos antes dos artigos com maior relevância para as Finanças Comportamentais serem desenvolvidos, Smith já sugestionava que o ser humano se comporta guiado pela luta entre o chamado “espectador imparcial” e as “paixões”:

Há algumas situações que sobrevêm com tanta força sobre a natureza humana que o maior grau de autocontrole não é capaz de conter, por completo, a voz da fraqueza humana, ou reduzir a violência das paixões para o estado de moderação, no qual o espectador imparcial pode totalmente se encontrar (SMITH, 1982, p. 29, tradução do autor).<sup>1</sup>

Todavia, somente a partir da década de 1980, o tópico passou a ser profundamente estudado pelos acadêmicos. Em trabalhos precedentes foram feitas investigações empíricas, as quais consistiam na observação de eventos e no registro dos resultados. Posteriormente, em meados dos anos 2000, os teóricos progrediram para análises de neuro-mapeamento na tentativa de identificar partes do cérebro responsáveis por decisões específicas (MCCLURE et al., 2004). Atualmente há grande quantidade de literatura escrita sobre o tema, especialmente em artigos laureados com o Prêmio Nobel de Economia, levando as mais conceituadas universidades de negócios do mundo a subsidiarem pesquisas no assunto.

---

<sup>1</sup> Texto original: There are some situations which bear so hard upon human nature that the greatest degree of self-government is not able to stifle, altogether, the voice of human weakness, or reduce the violence of the passions to that pitch of moderation, in which the impartial spectator can entirely enter into them.

## 1.1 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Na área das Finanças Comportamentais são analisados os fatores emocionais que acompanham o processo de tomada de decisões econômicas individuais, coletivas e de instituições. Clarificar a forma como uma escolha é realizada compõe o centro de estudos da disciplina, conforme definida por 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, tradução do autor).<sup>2</sup>

A principal noção extraída da união de Psicologia com Economia é de que as emoções exercem intensa influência cognitiva, portanto afetando as relações econômicas. Barber e Odean afirmam: *“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, tradução ao autor).<sup>3</sup>

Em virtude das implicações, na maioria das vezes negativas, que se seguem a uma decisão monetária feita sob dissonância cognitiva, Dan Ariely questiona: *“Se todos nós cometemos 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, 2008, p. 240-241, tradução do autor).<sup>4</sup>

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. Somente assumindo a existência do aspecto emocional é que os agentes poderão tomar atitudes a fim de melhorar o processo decisório. Por meio das Finanças Comportamentais são

---

<sup>2</sup> Texto original: Behavioral economics combines the twin disciplines of psychology and economics to explain why and how people make seemingly irrational or illogical decisions when they spend, invest, save, and borrow money.

<sup>3</sup> Texto original: people systemically depart from optimal judgment and decision making. Behavioral finance enriches economic understanding by incorporating these aspects of human nature into financial models.

<sup>4</sup> Texto original: If we all make systematic mistakes in our decisions, then why not develop new strategies, tools, and methods to help us make better decisions and improve our overall well-being?

buscadas explicações para os erros sistemáticos que os participantes do mercado, supostamente racionais, cometem. Desse modo, as principais hipóteses de racionalidade da Teoria Clássica são desafiadas. Herbert Simon, recebedor do Nobel em Economia, cunhou o termo *racionalidade limitada* ao questionar a ideia de que os indivíduos assimilam perfeitamente as informações auferidas, estabelecendo uma concepção mais realista das habilidades dos seres humanos para decidirem em benefício dos interesses financeiros pessoais (SIMON, 1957).

Para o estudo do comportamento humano frente às escolhas econômicas, o campo da Psicologia se une ao das Finanças. “Psicologia Cognitiva” constitui-se na ramificação dentro da Psicologia responsável pela compreensão do funcionamento interno da mente, inclusive com respeito ao processo de tomada de decisões. O termo originou-se em 1967 no livro *Cognitive Psychology*, de Ulric Neisser (NEISSER, 1967). Tal abordagem tem seu foco na maneira que as pessoas lidam com as informações recebidas, os chamados estímulos, e, principalmente, em qual será a reação decorrente. Robert J. Sternberg define: “*psicologia cognitiva é o estudo de como as pessoas percebem, aprendem, lembram, e pensam acerca da informação*” (STERNBERG, 2006, p. 2, tradução do autor).<sup>5</sup>

Portanto, os psicólogos cognitivos dedicam-se ao exame das variáveis presentes durante a entrada e conseqüente saída de estímulo e resposta, respectivamente. Relativo à disciplina, Eysenck e Keane acrescentam: “*Ela está preocupada com os processos internos envolvidos em dar sentido ao ambiente, e decidir qual ação pode ser apropriada*” (EYSENCK e KEANE, 2005, p. 1, tradução do autor).<sup>6</sup>

Ao se investigar o comportamento dos indivíduos, tipicamente fazem uso de experimentos laboratoriais, visto que se trata de um método científico.

Em relação às Finanças, a estrutura necessária para que as escolhas relacionadas à gestão de ativos e passivos sejam executadas é proporcionada pelo sistema financeiro. Para auxiliar no gerenciamento dos recursos monetários, existe o campo das Finanças, segundo Fabozzi e Drake:

---

<sup>5</sup> Texto original: cognitive psychology is the study of how people perceive, learn, remember, and think about information.

<sup>6</sup> Texto original: It is concerned with the internal processes involved in making sense of the environment, and deciding what action might be appropriate.



Finança é a aplicação dos princípios econômicos na tomada de decisão que envolve a alocação do dinheiro sob condições de incerteza. Investidores alocam seus recursos entre ativos financeiros a fim de alcançar seus objetivos, e as empresas e governos levantam fundos através da emissão de créditos contra si mesmos (FABOZZI e DRAKE, 2009, p. 3, tradução do autor).<sup>7</sup>

Nota-se, dessa forma, que há uma caracterização de finanças públicas, corporativas e pessoais. Os três subconjuntos preocupam-se em avaliar o valor do dinheiro no tempo, levando em consideração o fluxo de caixa presente e futuro. Analistas financeiros dispõem de ferramentas matemáticas na tentativa de calcular o retorno esperado de determinado investimento que, categoricamente, será incerto. Assim sendo, Lawrence J. Gitman declara: “*Finança pode ser definida como a arte e ciência de gerir dinheiro*” (GITMAN, 2000, p. 4, tradução do autor).<sup>8</sup> Ainda que as Finanças possuam maturidade científica em suas estimativas, o papel das emoções humanas no universo financeiro favorece esta associação com o lado artístico.

## 1.2 MERCADO DE AÇÕES

Compradores e vendedores de valores mobiliários compõem o mercado acionário. Nesse ambiente, companhias têm a possibilidade de abrirem seu capital ao público, sendo esta uma das formas mais efetivas de levantar recursos financeiros. As ações constituem frações do patrimônio de uma empresa, conferindo ao detentor o direito de participação nos lucros. O preço dos ativos no mercado serve como indicador importante da atividade econômica local.

O dicionário financeiro *Investopedia*, um dos mais completos disponíveis virtualmente, define mercado de ações como:

O mercado no qual ações de companhias abertas são emitidas e negociadas tanto através de bolsas ou mercado de balcão. Também conhecido como mercado de capitais, o mercado de ações é um dos componentes mais vitais de uma economia de livre mercado, uma vez que proporciona às empresas acesso a capital em troca de ceder aos

---

<sup>7</sup> Texto original: Finance is the application of economic principles to decision-making that involves the allocation of money under conditions of uncertainty. Investors allocate their funds among financial assets in order to accomplish their objectives, and businesses and governments raise funds by issuing claims against themselves that are invested.

<sup>8</sup> Texto original: Finance can be defined as the art and science of managing money.

investidores uma fatia de participação na companhia (INVESTOPEDIA, 2015, tradução do autor).<sup>9</sup>

Deste modo, as bolsas de valores são parte integrante da dinâmica de uma economia que busca o seu próprio desenvolvimento.

Ao adquirir ações de alguma companhia lucrativa, o aplicador passa a ter participação na distribuição de dividendos. Além disso, a flutuação no valor dos ativos no mercado pode gerar tanto ganho como perda de capital para os operadores.

A negociação de valores mobiliários divide-se entre o mercado primário, por intermédio do qual as corporações captam recursos mediante a emissão de ações em ofertas públicas iniciais, e o secundário, no qual tais ações são comercializadas pelos demais participantes da bolsa.

A maior parte das transações é executada por meio eletrônico, as quais se realizam através de uma rede de computadores, como, por exemplo, ocorre na Nasdaq, bolsa norte-americana fundada em 1971 (INVESTOPEDIA, 2015).

No âmbito da renda variável, especificamente no mercado de ações, observa-se o quanto as oscilações de preços, típicas das bolsas de valores, são capazes de afetar o modo como os operadores julgam suas próprias posições acionárias no dia a dia. Segundo escreveu o neurocientista Richard L. Peterson: *“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”* (PETERSON, 2008, p. 60). Essa volatilidade pode comprometer a razão das pessoas, conforme citação atribuída ao renomado economista do século XX, John Maynard Keynes: *“Os mercados podem permanecer irracionais por mais tempo do que você pode permanecer solvente”* (GOULD, 1999, p. 3, tradução do autor).<sup>10</sup>

Até mesmo o físico Isaac Newton, no ano de 1720, ao adquirir ações da companhia britânica South Sea, as quais valorizaram vertiginosamente, para logo

---

<sup>9</sup> Texto original: The market in which shares of publicly held companies are issued and traded either through exchanges or over-the-counter markets. Also known as the equity market, the stock market is one of the most vital components of a free-market economy, as it provides companies with access to capital in exchange for giving investors a slice of ownership in the company.

<sup>10</sup> Texto original: Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.

depois entraram em colapso, disse após a bolha: “*Posso calcular o movimento das estrelas, mas não a loucura dos homens*” (O’FARRELL, 2008, p. 280, tradução do autor).<sup>11</sup>

Devido a esta característica volátil do mercado de capitais, determinados vieses, identificados através das Finanças Comportamentais, tornam-se significativamente mais evidentes na atuação dos operadores. A incessante oscilação das cotações constitui o motivo pelo qual a aplicação da abordagem comportamental adequa-se com facilidade à renda variável. Compreender a forma como os indivíduos pensam ao tomarem decisões no mercado permite modificar certas atitudes a fim de melhorar o próprio desempenho financeiro, caso tal compreensão seja utilizada.

### **1.2.1 Hipótese dos Mercados Eficientes**

Em maio de 1970, na University of Chicago Booth School of Business, Eugene F. Fama lança seu artigo pioneiro “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” (FAMA, 1970). No texto, são elaboradas as pressuposições da teoria sobre a aleatoriedade dos movimentos de preço dos títulos. Fama ficou conhecido como o pai da “Hipótese dos Mercados Eficientes”. Mais tarde, em 2013, dividiria o prêmio Nobel com Robert J. Shiller pelo trabalho relacionado à precificação dos ativos financeiros.

A premissa fundamental que ampara toda a teoria econômica moderna está vinculada à racionalidade dos agentes econômicos. Os indivíduos e corporações agem com o propósito de maximizar o bem-estar, ou seja, a lucratividade. Usam todas as informações disponíveis, tanto públicas como privadas, sendo assim capazes de tomarem as melhores decisões. Igualmente, a hipótese dos mercados eficientes requer que as pessoas tenham expectativas racionais.

Fama defende que a cotação dos ativos sempre refletirá e incorporará qualquer informação relevante: “*em um mercado eficiente, em qualquer ponto no*

---

<sup>11</sup> Texto original: I can calculate the movement of the stars, but not the madness of men.

*tempo, o real preço de um título será uma boa estimativa do seu valor intrínseco”* (FAMA, 1965, p. 56, tradução do autor).<sup>12</sup>

De acordo com a teoria, os preços dos ativos estão constantemente em um patamar considerado justo, tornando-se impraticável para os investidores tirar algum proveito de eventuais distorções. Somente estratégias passivas de gestão de carteira deveriam ser adotadas, pois advogam que as ações seguem um “caminho aleatório”, imprevisível. Portanto, gastos com análises e pesquisas na tentativa de prever as cotações constituem desperdício de recursos. Desta forma, os seguidores da teoria postulam que não é possível superar o *benchmark*<sup>13</sup> através de operações de compra e venda em momentos de subvalorização ou sobrevalorização, respectivamente.

Contudo, a suposição de total racionalidade dos agentes econômicos, imprescindível à teoria dos mercados eficientes, não reproduz o que de fato ocorre no ambiente de negociações, uma vez analisadas as decisões efetivamente tomadas pelos aplicadores. Em relação à hipótese, Elder argumenta:

Ela afirma corretamente que os mercados refletem a inteligência de todos os membros da multidão, mas incorre em erro fatal ao assumir que os investidores e os operadores são seres humanos racionais, sempre dispostos a se esforçar ao máximo para maximizar os ganhos e minimizar as perdas. Essa é uma visão muito idealizada da natureza humana (ELDER, 2006, p. 7).

As flutuações de preços também retratam o comportamento emocional, reproduzem a histeria e o medo, decorrentes das diversas opiniões dos indivíduos ao atuarem na compra e venda de ativos.

Os professores Zvi Bodie, Alex Kane e Alan J. Marcus levantam várias evidências que sugerem a inconsistência da hipótese dos mercados eficientes. Certamente não há explicação racional para a “black monday”, dia 19 de outubro de 1987, quando a Bolsa de Valores de Nova York vivenciou o maior colapso da história, perdendo quase -23% do valor em um único pregão. Eventualmente as ações exibem movimentos bem mais voláteis do que a teoria sustentada pelo caminho aleatório dos preços presume. Dentre as anomalias relevadas, estão

---

<sup>12</sup> Texto original: in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value.

<sup>13</sup> Benchmark é uma medida de referência empregada como parâmetro de comparação para aplicações financeiras, como, por exemplo, um índice do mercado acionário.

algumas sazonalidades associadas ao calendário, isto é, em determinadas épocas do ano os ativos tendem a apresentar retornos maiores (ou menores) que a média. Além disto, competentes gestores têm conseguido superar o desempenho do mercado por longos períodos, compilando histórico de constante rendimento, feito incompatível com a hipótese. Os docentes, então, ponderam:

Uma crença demasiadamente doutrinária em mercados eficientes pode paralisar o investidor e fazer com que pareça que nenhum esforço de pesquisa seja justificado. Esta visão extremista provavelmente não se justifica. Existem anomalias suficientes nas evidências empíricas para corroborar a busca por títulos subvalorizados que logicamente continua (BODIE et al., 2000, p. 271).

Prova-se, dessa maneira, a presença de aspectos emocionais na transação de valores mobiliários.

A ideia de que os seres humanos fazem escolhas financeiras racionais, retratado na figura do “*Homo Economicus*”, origina-se por volta do século XVIII, em especial com o filósofo britânico Jeremy Bentham (BENTHAM, 1970). Tal conceito logo se tornaria um dos princípios básicos das Ciências Econômicas, com efeito, a maior parte do pensamento econômico moderno está estabelecido nas suposições de racionalidade decisória. O modelo do *Homo economicus*, advindo dos economistas neoclássicos, afirma que os indivíduos se comportam de modo perfeitamente racional, guiados pelo interesse pessoal e discernem toda informação existente no processo de tomada de decisão.

O professor Michael M. Pompian menciona: “*Como a hipótese dos mercados eficientes, o Homo Economicus é uma doutrina que os economistas defendem com diferentes graus de rigor*” (POMPIAN, 2012, p. 20, tradução do autor).<sup>14</sup> Previsivelmente, a teoria sobre a eficiência de mercado, amplamente aceita, compartilha da mesma concepção de que as pessoas efetuam escolhas perfeitas. Entretanto, as evidências empíricas comprovam anomalias no comportamento das pessoas que se revelam na forma de heurísticas e vieses cognitivos. Discutindo acerca do tema, Pompian lembra que o intelecto não é o único condutor do julgamento humano, as emoções também exercem um papel essencial, mesmo dominante, ocasionalmente. Se os indivíduos de fato perseguissem completamente

---

<sup>14</sup> Texto original: Like the efficient market hypothesis, Homo economicus is a tenet that economists uphold with varying degrees of stringency.

seus interesses pessoais, o egocentrismo impediria a conduta filantrópica ou o trabalho voluntário, por exemplo. Ademais, acreditar no perfeito conhecimento de todas as informações é algo utópico, sobretudo no universo dos investimentos. Daniel L. McFadden, laureado com o Prêmio Nobel de Economia em 2000, reconhece:

“Evidências de outras disciplinas não apenas explicam estes fragmentos comportamentais que não se encaixam nos modelos padrão. Em vez disso, o que os economistas consideram anômalo, é a norma. *Homo Economicus*, não seu correspondente falível, é a esquisitice” (THE DEBT, 2013, p. 1, tradução do autor).<sup>15</sup>

Para o laureado, a forma como os agentes econômicos realmente se comportam, ainda que seja complexa, é melhor representada pela imagem do *Homo Sapiens*.

### 1.3 ESTUDIOSOS

Daniel Kahneman e Amos N. Tversky são duas das mais notáveis personalidades no campo das Finanças Comportamentais, considerados por muitos como os pais da disciplina. Israelenses, ambos com doutorado em Psicologia, embora tenham exercido intensa influência sobre a ciência lúgubre<sup>16</sup>. Em 1979, publicaram o artigo *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, certamente o trabalho que mais impulsionou a área (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979). Os autores expõem que os seres humanos se defrontam com vieses cognitivos, vistos como não racionais. Apresentam, sobretudo, o conceito de “aversão à perda”. Em 2002, Kahneman dividiu o prêmio Nobel de Economia com Vernon L. Smith pela contribuição de haver “*integrado análise econômica com percepções fundamentais da psicologia cognitiva, em particular considerando o comportamento sob incerteza, estabelecendo assim as bases para um novo campo de pesquisa*” (NOBEL, 2014,

---

<sup>15</sup> Texto original: evidence from other disciplines does not just explain those bits of behaviour that do not fit the standard models. Rather, what economists consider anomalous is the norm. *Homo economicus*, not his fallible counterpart, is the oddity.

<sup>16</sup> O escocês Thomas Carlyle's em 1849 cunhou o termo ciência lúgubre (“dismal science”) em referência às Ciências Econômicas.

tradução do autor).<sup>17</sup> Vernon L. Smith foi premiado em razão de pesquisas experimentais acerca do funcionamento do mercado.

Ao final da década de 1980, na universidade de Stanford, Kahneman conheceu Richard H. Thaler, o qual se tornou grande colaborador no desenvolvimento da nova abordagem de estudos econômicos vinculados à Psicologia. Thaler, naquele período professor visitante da faculdade, viria a ser importante figura na constituição da economia comportamental. Escreveu diversos artigos, dentre eles *Toward a Positive Theory of Consumer Choice* (THALER, 1980). É co-autor do marcante livro *Nudge*, que levantou “*sérias questões sobre a racionalidade de muitos julgamentos e decisões que as pessoas tomam*” (THALER e SUNSTEIN, 2008, p. 7, tradução do autor).<sup>18</sup>

Meir Statman elaborou uma ampla análise entre as Finanças Comportamentais em relação à teoria financeira tradicional (STATMAN, 1995). Além disto, com a cooperação de Hersh Shefrin, trabalhos envolvendo o aspecto psicológico dos investidores individuais e gestores de carteira, foram efetuados. Os autores então observaram o comportamento de tais aplicadores e como as escolhas praticadas refletiram-se no mercado de capitais.

Semelhantemente, Brad M. Barber, juntamente com Terrance Odean, conduziram relevantes pesquisas incluindo os operadores de bolsa de valores, assim como o acadêmico Robert A. Olsen, que também contribuiu no assunto (BARBER e ODEAN, 1999).

O professor de Harvard Matthew J. Rabin, em 2001, quando fazia parte do Departamento de Economia da Universidade da Califórnia, recebeu a John Bates Clark Medal por “*incorporar bem-documentadas evidências psicológicas sobre o comportamento humano nos modelos econômicos*” (UCHITELLE, 2001, tradução do autor).<sup>19</sup> A condecoração é outorgada anualmente pela American Economic Association para o economista com menos de quarenta anos que fizer uma

---

<sup>17</sup> Texto original: integrated economic analysis with fundamental insights from cognitive psychology, in particular regarding behavior under uncertainty, thereby laying the foundation for a new field of research.

<sup>18</sup> Texto original: serious questions about the rationality of many judgments and decisions that people make.

<sup>19</sup> Texto original: incorporating well-documented psychological evidence about human behavior into economic models.

contribuição significativa na área, considerada uma das maiores premiações depois do prestigioso Nobel. Rabin atualmente leciona na Universidade de Harvard.

Em meio aos psicólogos, destaca-se Dan Ariely. Nos textos que escreveu são registrados experimentos que descrevem bem o caráter da disciplina, nas palavras de Ariely:

Eu tenho um Ph.D. em psicologia cognitiva, e eu tenho um Ph.D. em administração de empresas. Mas o que eu faço situa-se entre psicologia e economia. Faço perguntas que os economistas fariam, mas ao invés de assumir imediatamente que as pessoas comportam-se racionalmente, eu apenas observo como as pessoas se comportam (ARIELY, 2010, tradução do autor).<sup>20</sup>

O livro *Predictably Irrational*, que aponta equívocos monetários habitualmente cometidos pelas pessoas, é de sua autoria (ARIELY, 2008).

No ano de 1981, Robert J. Shiller agitou a profissão dos corretores de valores ao publicar o artigo *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* (SHILLER, 1981). A tese levantou a possibilidade de que tanto o comportamento dos aplicadores como o preço dos ativos se divergem das pressuposições clássicas de racionalidade. Concluiu-se que a volatilidade verificada no mercado acionário é maior do que a admissível pelos modelos convencionais. Depois de quase duas décadas, o mesmo autor lançaria o *bestseller Irrational Exuberance* (SHILLER, 2000). Em 2013, Shiller é contemplado com o prêmio Nobel de Economia por teorizar a respeito do porquê o preço de ações e imóveis flutuam da maneira que se observa. De acordo com o jornal *The New York Times*: “O comitê do Nobel descreveu o professor Shiller como um dos fundadores do campo das *Finanças Comportamentais*, um inovador em incorporar psicologia na economia” (SOMMEROCK, 2013, tradução do autor).<sup>21</sup> Ironicamente, a honraria foi compartilhada com Eugene F. Fama, o pai da hipótese dos mercados eficientes, teoria diametralmente oposta à perspectiva de Shiller, que por sua vez, responde

---

<sup>20</sup> Texto original: I have a Ph.D. in cognitive psychology, and I have a Ph.D. in business administration. But what I do lies between psychology and economics. I ask questions that economists would ask, but instead of assuming straightaway that people behave rationally, I just observe how people behave.

<sup>21</sup> Texto original: The Nobel committee described professor Shiller as a founder of the field of behavioral finance, an innovator in incorporating psychology into economics.



com humor em entrevista: “*É como ter um bom amigo que é devoto em outra religião*” (SOMMEROCT, 2013, tradução do autor).<sup>22</sup>

Além dos nomes relacionados, há muitos outros pesquisadores, escritores e acadêmicos atuantes no terreno das Finanças Comportamentais, os quais colaboram para o amadurecimento da matéria.

---

<sup>22</sup> Texto original: It's like having a good friend who is a devout believer in another religion.

## 2. TENDÊNCIAS COMPORTAMENTAIS

A forma como as pessoas lidam com o próprio dinheiro, especialmente no ambiente de volatilidade dos mercados, sofre com os chamados vieses. Os vieses são comportamentos específicos que os agentes econômicos tendem a esboçar em determinadas situações, no entanto, usualmente, geram prejuízos financeiros. São decorrentes de “atalhos mentais”, ou “regras de ouro” que os seres humanos costumam empregar para facilitar o processo de tomada de decisões. Quando qualquer viés domina o modo de agir dos aplicadores, as questões relacionadas ao mercado não são avaliadas por completo. Conhecer e evitar os vieses cognitivos proporciona aos operadores a realização de análises imparciais baseadas exclusivamente nas informações disponíveis.

Barbedo e Camilo-da-Silva escrevem a respeito do efeito que tais influências psicológicas podem causar:

Quando se permite que variáveis como os níveis de felicidade do investidor no momento da operação alterem o resultado do processo de tomada de decisão, abrem-se novas perspectivas para entender e explicar o funcionamento do mercado de ações. Essas perspectivas, ainda que limitadas academicamente, podem nos ajudar a colher resultados melhores ou evitar perdas em nossos investimentos (BARBEDO e CAMILO-DA-SILVA, 2008, p. 39).

Tomadores de decisões defrontam-se com um conjunto de escolhas altamente incertas, assim sendo, utilizam-se das heurísticas, conhecidas ordinariamente por regras de ouro. Conforme assinalado por Kahneman: “A definição técnica de heurística é um procedimento simples que ajuda a encontrar adequadas, embora frequentemente imperfeitas, respostas para perguntas difíceis” (KAHNEMAN, 2011, p. 98, tradução do autor).<sup>23</sup> Consiste-se de atalhos mentais que simplificam o processo de julgamento. Esta afirmação, juntamente com várias pesquisas citadas pelo autor, ilustra uma única linha de raciocínio, as escolhas feitas pelos aplicadores criam padrões previsíveis, pois são acompanhadas de vieses comportamentais. Embora pareça lógico para os indivíduos adotarem regras como maneira de poupar as faculdades cognitivas, tais heurísticas evidenciam uma racionalidade limitada que os modelos econômicos tradicionais relutam em

---

<sup>23</sup> Texto original: The technical definition of heuristic is a simple procedure that helps find adequate, though often imperfect, answers to difficult questions.

incorporar. Ferreira ressalta: “o uso de heurísticas e a prevalência de vieses não estão restritos a leigos, pois mesmo pesquisadores experientes são vulneráveis a eles, se não tomarem precauções importantes” (FERREIRA, 2008, p. 154). Nota-se que a influência de determinado viés não está restrita a certos grupos, porquanto é passível de ocorrer com qualquer pessoa.

Para surpresa dos envolvidos na área, pesquisas têm concluído que de forma sistemática operadores tomam decisões claramente duvidosas quanto à lucratividade ou preservação do patrimônio já adquirido. Neste contexto, o campo das Finanças Comportamentais se propõe a estudar as anomalias psicológicas resultantes de avaliações financeiras, assim como os efeitos subsequentes no mercado de ações.

## 2.1 COMPORTAMENTO DE MANADA

Nas Finanças Comportamentais, comportamento de manada é a atitude tomada quando as pessoas sentem-se mais confortáveis investindo seus próprios recursos do mesmo modo que a maioria. Confiando assim na capacidade de escolha da multidão, imitando suas ações, ainda que tais ações se mostrem negligentes. Agindo individualmente, no entanto, estas escolhas não necessariamente seriam análogas, como escreveu no século XIX o filósofo e político Gustave Le Bon:

não importam os indivíduos que a acompanham, nem quão semelhantes ou diferentes sejam os estilos de vida, ocupações, personalidade e inteligência, o fato de terem se transformado em multidão, confere-lhes uma espécie de mente coletiva, que os faz sentir, pensar e agir como indivíduos, ou seja, caso tivessem continuado isolados (LE BON apud ELDER, 2004, p. 62).

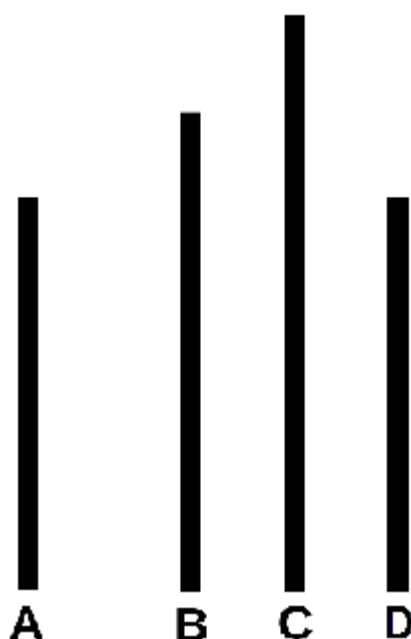
Seguir o grupo se constitui um meio cômodo de poupar uma reflexão minuciosa, simplificando o processo de tomada de decisão, pois o conforto é maior quando se partilha a responsabilidade sobre os resultados com um grupo. A este respeito Mosca ressalta: “Agir de tal forma traz conforto e segurança, mesmo porque errar na companhia dos outros é menos constrangedor” (MOSCA, 2009, p. 38). Esta é uma das razões pela qual os seres humanos tendem a se comportar em concordância com os demais membros pertencentes ao grupo. Ainda em relação à passividade gerada, o autor prossegue: “É muito mais simples alterar a atitude ou

*opinião do que desafiar o pensamento reinante*” (MOSCA, 2009, p. 38). Ferreira também acrescenta: “*sua capacidade de avaliar e julgar fica comprometida*” (FERREIRA, 2007, p. 63). A maioria dominante, mesmo que de forma inconsciente, exerce pressão nos indivíduos ao ponto de mudarem sua opinião, uma vez que preferem abandonar uma ideia autêntica a destoar-se do julgamento predominante.

Tanto o campo da Psicologia como da Economia engajaram-se na realização de várias pesquisas com o intuito de explicar o fenômeno do grande número de pessoas atuando ao mesmo tempo da mesma forma. O termo “comportamento de manada” foi popularizado no livro *Instincts of the Herd in Peace and War* do cirurgião britânico Wilfred B. L. Trotter, recebe este título por tratar-se de um viés originado na tendência primitiva de algumas espécies quando buscam proteção na quantidade numérica da manada (TROTTER, 1916). No reino animal, quando um membro do grupo se depara com alguma oportunidade, assim como se houver alguma ameaça por perto, é comum que ocorra uma disparada. Esta abrupta debandada pode acontecer estejam os animais em bandos, rebanhos, cardumes ou outros ajuntamentos.

Experimento realizado pelo psicólogo social Solomon E. Asch demonstra a influência provocada pela presença do grupo no julgamento individual. Asch perguntou aos participantes qual linha possuía o mesmo comprimento da linha A.

Figura 01: Experimento das linhas



Fonte: MOSCA, Aquiles. **Finanças comportamentais**: gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p.39 (Coleção Expo Money).

Todos respondiam corretamente que era a letra D, quando estavam sozinhos, contudo, sob a pressão de um grupo que sem conhecimento do indivíduo acordaram propositalmente em dizer que a linha B possuía a mesma extensão da linha A, 70% dos participantes mudavam de opinião (ASCH, 1951). Fazendo menção ao experimento, Elder exclama: *“Pessoas inteligentes, com nível universitário, acreditam mais num grupo de estranhos do que em seus próprios olhos!”* (ELDER, 2004, p.62).

Ao atuar no mercado de capitais, segundo Elder, o aplicador não deveria permitir que o comportamento da multidão exercesse qualquer tipo de interferência em suas operações de mercado, do contrário, as chances de ser bem-sucedido seriam reduzidas.

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).

Razão, inclusive, de certas oscilações de baixa ocorrerem de forma tão aguda, originadas no medo da multidão. Igualmente, quando a reversão sobrevém e

o otimismo se estabelece, a ganância é capaz de elevar o preço dos ativos a níveis inesperados. A volatilidade característica destes movimentos provoca estresse nos aplicadores que tendem a aceitar as decisões de terceiros. Subjugados pelas emoções, abrem mão da própria independência. Conforme 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, p. 53).

Ressaltando o valor de não se deixar levar pelos aforismos reinantes, que obscurecem a capacidade de decisão.

O clássico episódio que marcou a Holanda no século XVII exemplifica o desvario decorrente do comportamento de manada, ficou conhecido na história como “tulipomania” (DASH, 1999). Na década de 1630, os holandeses criaram contratos de negociação para os bulbos de tulipas, deslumbrados pela variedade de espécies desta flor. Durante alguns anos os preços apresentaram somente uma direção, ascendente. Pessoas estavam obtendo vultosas somas de dinheiro com a aplicação em bulbos, de modo que uma considerável parcela da população começou a cultivá-los e negociá-los como corretores. No auge da mania um único bulbo atingiu dez vezes a renda anual de um artesão. Subitamente, entretanto, os preços caíram vertiginosamente, a mania se findou, os holandeses se depararam com uma superprodução de tulipas, e a economia do país entrou recessão.

Barbedo e Camilo-da-Silva explicam que a distorção na avaliação de ativos por parte dos aplicadores não está atrelada diretamente aos fundamentos financeiros:

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).

Originam-se então oscilações, tanto para cima como para baixo, levando os preços a patamares distantes do considerado “justo”. Devido à integração dos mercados financeiros mundiais, os recursos monetários migram de um país a outro de maneira cada vez mais rápida. O neurocientista Richard L. Peterson, ao responder se o efeito manada era tão prejudicial como se supõe, escreveu: “*Depende do timing que você estiver seguindo. Se você 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). Embora seja simples acompanhar o noticiário econômico, anteceder o próximo movimento é desafiador, especialmente quando há pressão social na direção de uma tendência comum.

Belsky e Gilovich comparam os modismos financeiros aos ônibus, não há sentido em correr atrás de um, pois certamente haverá outro a caminho. Aconselham: *“Tome tempo e esforço para pesquisar completamente qualquer empreitada financeira de larga escala. Sim, há o risco de que você possa perder o barco. Mas há uma boa chance de que você já tenha perdido”* (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 193, tradução do autor).<sup>24</sup> Paciência é essencial na busca por boas oportunidades, visto que, se o investimento valer a pena, provavelmente permanecerá atrativo. Os autores também argumentam que as pessoas deveriam evitar “aplicações da moda” (BELSKY e GILOVICH, 1999). É comum encontrar-se com aplicadores ludibriados por elevadas performances de curto prazo. Seduzidos, acabam alocando considerável parte do patrimônio em ativos que, posteriormente, se revelam em mau negócio.

Ignorar a maioria das notícias do dia-a-dia, embora possam mostrar-se contundentes, auxilia a amenizar os ruídos do mercado, conforme 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 o relatório de lucros trimestrais de amanhã (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 195, tradução do autor).<sup>25</sup>

Exceto se o indivíduo possuir a necessidade do dinheiro em curto espaço de tempo, circunstância onde o mercado de ações não seria a alternativa ideal, ele se encontrará em melhor situação ao diminuir tais ruídos.

Ter um plano de negociação constitui-se em ferramenta eficaz contra o desejo de imitar o coletivo. Seguir uma estratégia ajuda a impedir que o lado emocional interfira nas operações do mercado de capitais. Quando há um plano

---

<sup>24</sup> Texto original: Take the time and effort to thoroughly reserch any large-scale financial endeavor. Yes, there's a chance you might miss the boat. But there's as good a chance that you already have.

<sup>25</sup> Texto original: This may seem reckless - ignoring most financial news, including changes in share prices - but it's not. Long-term investors need not concern themselves with yesterday's closing price or tomorrow's quarterly earnings reports.

esquemático, o processo de tomada de decisão torna-se racional. Demonstrando a influência das emoções, Elder comenta: *“Esta é a razão por que é preciso desenvolver e seguir sistemas de negociação e adotar regras de gestão do dinheiro”* (ELDER, 2004, p. 65). Estabelecer parâmetros permite ao aplicador saber sob que condições abrir e fechar suas operações. Abandonar ou se desviar das regras originalmente propostas, sobretudo quando há posições em aberto, conduz à impulsividade.

## 2.2 EXCESSO DE CONFIANÇA

Excesso de confiança constitui-se em um viés comumente observado no processo de tomada de decisão. No momento em que a convicção quanto aos próprios julgamentos dos indivíduos é maior do que a exatidão efetivamente constatada em tais ajuizamentos, a confiança excessiva exhibe seu efeito. O economista Robert J. Shiller, prêmio Nobel em 2013 pelo trabalho que concluiu sobre a ineficiência do mercado acionário, discorre acerca do tema:

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, tradução do autor).<sup>26</sup>

Meramente por sentirem-se familiarizadas com certas circunstâncias, as pessoas supõem saber seguramente o que ocorrerá, menosprezando a necessidade de um exame mais detalhado. Superestimar as próprias habilidades, chances de sucesso ou capacidade decisória são características marcantes do excesso de confiança. Uma das principais pesquisas revelando a tendência humana de considerar-se superior aos demais, foi realizada pelo psicólogo sueco Ola Svenson entre motoristas de carro nos Estados Unidos (SVENSON, 1981). Foi perguntado aos participantes acerca da competência pessoal para dirigir em comparação com o restante dos motoristas. Os resultados mostraram que 93% se

---

<sup>26</sup> Texto original: Another aspect of overconfidence is that people tend to make judgments in uncertain situations by looking for familiar patterns and assuming that future patterns will resemble past ones, often without sufficient consideration of the reasons for the pattern or the probability of the pattern repeating itself.



declararam mais hábeis na direção de um automóvel do que a média das pessoas, no entanto, evidentemente, tão alta proporção é impraticável na realidade.

Ainda que a avaliação dos agentes econômicos tenha lógica e seja construída em torno de uma narrativa coesa, não significa que seja o melhor caminho a ser seguido. Kahneman informa: “*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, tradução do autor).<sup>27</sup>

É importante reconhecer o grau de incerteza envolvido nas decisões financeiras, bem como a inclinação para esquivar-se da responsabilidade, conforme prossegue o autor: “*Em essência, o estilo otimista envolve receber crédito pelos sucessos, mas pouca culpa pelos fracassos*” (KAHNEMAN, 2011, p. 263, tradução do autor).<sup>28</sup> Devido ao otimismo exagerado, assume-se maior risco do que se percebe. Certamente os indivíduos evitariam algumas escolhas arriscadas se, com exatidão, soubessem quais são as reais probabilidades de sucesso. Contudo, o nível de incerteza, frequentemente significativo, é subestimado.

Até mesmo profissionais estão sujeitos aos efeitos do viés. Em razão do nível de decisões tomadas, o público pressupõe que os especialistas são sempre certos, exercendo pressão sobre eles. No ano de 1987, logo após a quebra da bolsa em 19 de outubro, Shiller realizou um levantamento perguntando a investidores institucionais, que inclusive estavam comprados em ações naquele dia, se sabiam exatamente a que ponto o mercado voltaria a subir. Dentre os entrevistados, 48% responderam afirmativamente. Quando indagados acerca do que os fez ter certeza do momento no qual a recuperação ocorreria, referências foram feitas à “intuição” (SHILLER, 1987). Comentando sobre este artigo, Mosca escreve: “*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*” (MOSCA, 2009, p. 63).

---

<sup>27</sup> Texto original: Subjective confidence in a judgment is not a reasoned evaluation of the probability that this judgment is correct. Confidence is a feeling, which reflects the coherence of the information and the cognitive ease of processing it.

<sup>28</sup> Texto original: In essence, the optimistic style involves taking credit for successes but little blame for failures.

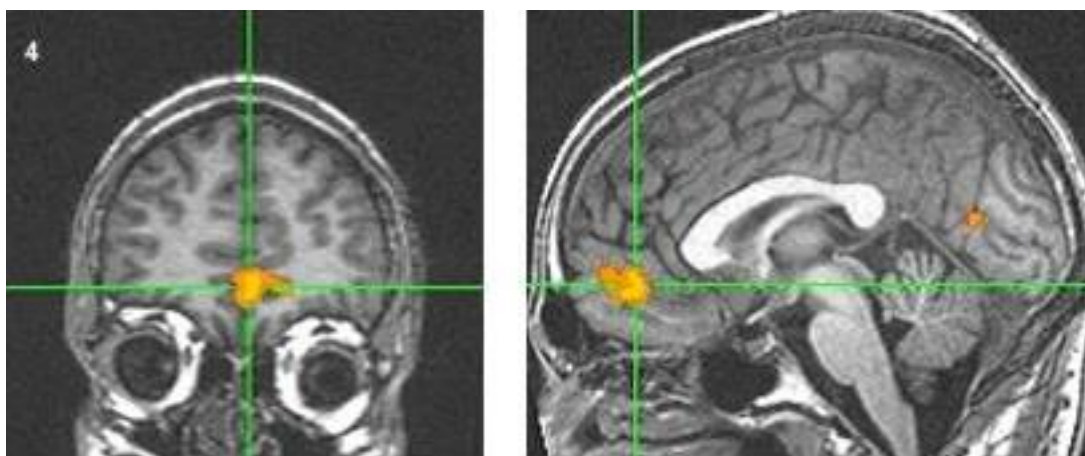
Adicionalmente, a confiança excessiva desencadeia o fator psicológico chamado “ilusão de controle”, o qual, de acordo com os estudos de Ellen J. Langer, professora de psicologia na Universidade de Harvard, se refere à propensão do ser humano em acreditar possuir domínio sobre resultados de eventos que, na realidade, estão fora de controle (LANGER e ROTH, 1975). Tem-se a equivocada impressão de que atuação pessoal na bolsa de valores permite ao aplicador conhecer o produto final das operações, porém, Alexander Elder adverte: “*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 segundo Elder, o otimismo demasiado sobrevém quando o aplicador realiza uma sucessão de operações lucrativas, sentindo-se eufórico. Atitudes insensatas são tomadas, assumindo-se riscos desnecessários. No momento em que há qualquer ilusão de controlar o mercado, a capacidade de julgar objetivamente fica comprometida.

O neurocientista Richard L. Peterson explica como ganhos financeiros provocam modificações no 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).

Após receberem certa quantia em dinheiro, o córtex pré-frontal mediano é ativado, como pode ser observado pela neuroimagem a seguir:

Figura 02: Cérebro



Fonte: PETERSON, Richard L. **Desvendando a mente do investidor**: o domínio da mente sobre o dinheiro. Trad. Eliana Bussinger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 86.

Esta afirmação 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 cerebral, estimulando a postura de complacência frente ao risco.

Existe diferença entre a autoconfiança saudável e o excesso de confiança. Conforme destacou Peterson, há aspectos positivos quando o operador sente-se seguro em sua atuação na renda variável. Disciplina, prudência, preparação, flexibilidade são alguns dos atributos apresentados pelo posicionamento autoconfiante. Embora a distinção seja tênue, é a confiança excedente que deve ser combatida. Portanto, o autor aponta para a educação como uma das formas de reduzir o efeito psicológico do 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). Reconhecer a possibilidade de perdas, assim como adquirir habilidades para lidar com a volatilidade inerente ao mercado, são qualidades que podem ser aprendidas. Educar-se a respeito das implicações do viés contribui na prevenção do comportamento.

Manter registro cuidadoso das operações, sobretudo da taxa de retorno, constitui-se em um método eficaz na eliminação de tais influências

emocionais. Apesar disso, Belsky e Gilovich observam que a maioria dos aplicadores

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, tradução do autor).<sup>29</sup>

Todos os custos envolvidos precisam ser levados em consideração, visto que há forte tendência para sobreestimar o próprio desempenho, fundamentalmente na hipótese de *overtrade*<sup>30</sup>, característico do otimismo exagerado. Registrar as negociações permite saber exatamente qual foi o percentual de cada aplicação, além do que, as falhas pessoais são assumidas com mais facilidade.

Janice Dorn, neuropsicóloga pela New York Medical College, sugestiona aos agentes econômicos a admitirem humildemente que constantemente haverá algo a ser aprendido. Dorn articula:

Você não sabe tudo e nunca saberá. Ninguém sabe 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, tradução do autor).<sup>31</sup>

Reconhecer a necessidade de uma reflexão aprofundada ao operar no mercado de capitais, aumenta as chances de sucesso no processo decisório. Igualmente, instruir-se quanto à história econômica auxilia no vislumbre de possíveis perspectivas.

## 2.3 TEORIA DO PROSPECTO

Tradicionalmente avaliava-se a plausibilidade de uma escolha considerando-se o saldo líquido entre perdas e ganhos, ponderando de forma

<sup>29</sup> Texto original: don't do a full accounting when calculating their performance records. In other words, your market-beating 15 percent average annual gains might really be a solid 10 percent or an anemic 5 percent if you count the commissions you paid and the taxes you incurred. This is especially true for active traders.

<sup>30</sup> Executar uma quantidade excessiva de operações no mercado financeiro.

<sup>31</sup> Texto original: You don't know it all and never will. No one does. Begin with the premise that no one knows anything. Study the lessons from market history... All we can do is to learn to be comfortable with uncertainty and stay firmly in the realm of probability.

calculista qualquer registro monetário, seja ele positivo ou negativo. Entretanto, estudos mostraram que o ser humano nem sempre age de modo racional. Em 1979, Daniel Kahneman e Amos N. Tversky apresentaram a Teoria do Prospecto, através da publicação de “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, artigo seminal das Finanças Comportamentais, desenvolvido posteriormente em 1992 (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979). A teoria revela que as pessoas avaliam ganhos e perdas de maneira diferente psicologicamente, portanto, foi amplamente aceita no meio acadêmico, pois fornece uma descrição mais acurada do processo de tomada de decisão do que a Teoria da Utilidade Esperada. O termo prospecto faz alusão aos jogos ou acaso. Em reconhecimento pela publicação, no ano de 2002, Kahneman foi laureado com o prêmio Nobel de Economia, certamente Tversky teria compartilhado do prestígio caso estivesse vivo.

Para demonstrar como o processo de escolha é influenciado em determinadas situações, Kahneman elaborou os seguintes 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, tradução do autor).<sup>32</sup>

Este questionamento aponta para uma tendência, assim como várias pesquisas semelhantes realizadas. No problema um, a maioria dos respondentes são avessos ao risco, preferindo o ganho seguro (primeira alternativa). Em contrapartida, no problema dois, a maior parte dos respondentes prefere apostar (segunda alternativa), pois a perda certa é muito dolorosa. Kahneman então afirma: *“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, tradução do autor).<sup>33</sup> Percebe-se através de um exame detalhado dos problemas que ambas as opções apresentam matematicamente resultados idênticos. Porém a percepção das pessoas, ou seja, o valor subjetivo

---

<sup>32</sup> Texto original: Problem 1: Which do you choose?

Get \$900 for sure OR 90% chance to get \$1,000

Problem 2: Which do you choose?

Lose \$900 for sure OR 90% chance to lose \$1,000

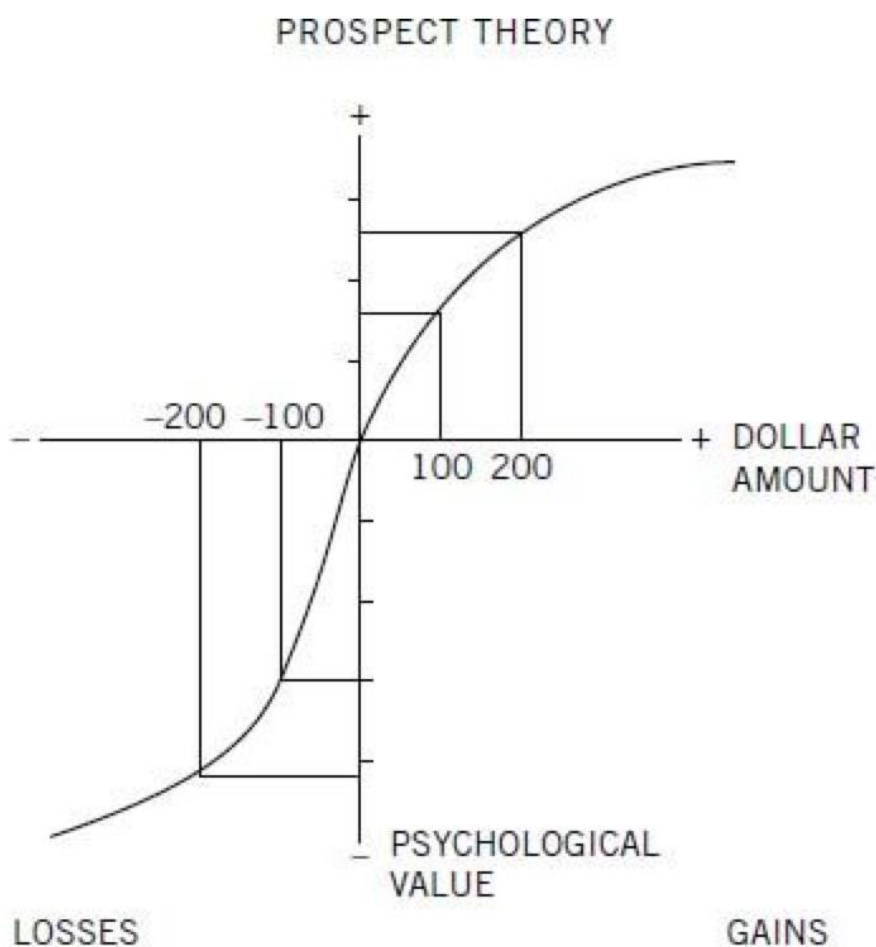
<sup>33</sup> Texto original: If the utility of wealth is all that matters, then transparently equivalent statements of the same problem should yield identical choices.

atribuído a cada uma das alternativas se altera em função de tratar-se de ganhos ou perdas.

Os problemas abordados evidenciam o importante papel exercido pelo ponto de referência a partir do qual as opções são avaliadas. 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.

A Teoria do Prospecto é visualizada pela clássica ilustração que se segue:

Figura 03:



Fonte: KAHNEMAN, Daniel. **Thinking, fast and slow**. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011, p. 283.

O eixo vertical mede o valor psicológico representado pela alegria e frustração de determinado montante de lucro ou prejuízo, respectivamente. O eixo horizontal mede a quantia monetária. Divididos pelo ponto de referência central, têm-se os ganhos do lado direito e as perdas do esquerdo. Nota-se que o gráfico possui o formato da letra “S”, característica que carrega a mesma ideia básica da lei econômica dos rendimentos decrescentes, implicando em uma sensibilidade decrescente no valor psicológico para ambos os lados. Contudo, a curva é assimétrica, como explica Kahneman: “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*” (KAHNEMAN, 2011, p. 282-283, tradução

do autor).<sup>34</sup> Em outras palavras, quando comparadas, a frustração das perdas é percebida com maior intensidade do que a alegria de ganhos equivalentes.

Após observação da figura, facilmente compreende-se as escolhas das pessoas nos problemas anteriores em razão da inclinação na curva. Quando há um lucro garantido, decide-se por evitar riscos, quando as opções são desfavoráveis, as pessoas tornam-se propensas ao risco. Obviamente nem todos os indivíduos apresentam a mesma função de valor delineada no gráfico. Conforme Kahneman: “O ‘coeficiente de aversão à perda’ têm sido estimado em diversos experimentos e está normalmente na magnitude de 1,5 a 2,5” (KAHNEMAN, 2011, p. 284, tradução do autor).<sup>35</sup> Tal magnitude constitui-se no padrão geral, porém, profissionais do mercado financeiro tendem a serem mais tolerantes às perdas.

A aversão à perda ajuda esclarecer porque as pessoas geralmente optam por renda fixa ao invés das ações, pois favorecem a escolha pelo ganho garantido em relação à perspectiva de uma rentabilidade maior, todavia com possibilidade de prejuízo.

Shefrin e Statman, em 1985, cunharam o termo “efeito disposição” em referência ao viés comportamental caracterizado pela Teoria do Prospecto, no qual, segundo eles, os aplicadores “*tendem a vender vencedoras muito cedo e manter perdedoras por muito tempo*” (SHEFRIN e STATMAN, 1985, p. 778, tradução do autor).<sup>36</sup> Dentre os elementos que compõe a estrutura do efeito disposição, encontra-se a preferência dos indivíduos frente às decisões econômicas estudadas pela Teoria do Prospecto, ingrediente fundamental na explicação do viés. 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. Do modo contrário, quando a condição é de lucro, a venda é concretizada precipitadamente.

O neurocientista Richard L. Peterson relata o sentimento dos operadores no mercado de capitais:

---

<sup>34</sup> Texto original: The slope of the function changes abruptly at the reference point: the response to losses is stronger than the response to corresponding gains. This is loss aversion.

<sup>35</sup> Texto original: The ‘loss aversion ratio’ has been estimated in several experiments and is usually in the range of 1.5 to 2.5.

<sup>36</sup> Texto original: tend to sell winners too early and ride losers too long.



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 fato, as pessoas têm aversão à perda, e não ao risco em si, conforme lembra 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). Na tentativa de evitar a experiência do arrependimento, especialmente quando relacionado à admissão de um equívoco, escolhas negligentes são feitas, como também escreve o economista Aquiles Mosca:

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 90).

Eventuais desvalorizações são intrínsecas ao mercado de ações, entretanto, a relutância em reconhecê-las na esperança de recuperação, induz a permanência em ativos por longo tempo. Desfazer-se de um ativo valorizado, por outro lado, concretizando um acerto, provoca a sensação de conquista.

Pesquisa do professor Terrance Odean, analisou aproximadamente 100 mil transações de 6.380 operadores do mercado acionário, durante um período de seis anos nos EUA. Medidas a partir do volume e quantidade de negócios, tanto ordens de compra como de venda foram confrontadas com seus respectivos retornos. Constatou-se que posições lucrativas são encerradas com uma rapidez 1,5 vezes maior do que as negativas, o pesquisador então assinala: “*Uma análise desses registros mostra que, em geral, investidores realizam seus ganhos mais prontamente do que suas perdas*” (ODEAN, 1998, p. 1775, tradução do autor).<sup>37</sup> Além disto, o estudo revelou que após 12 meses, as posições ganhadoras, ou seja, desfeitas precipitadamente, trariam um retorno 2,3% superior ao *benchmark*, enquanto que as perdedoras, ou seja, mantidas em carteira, tiveram desempenho 1,1% inferior ao *benchmark*. Diferença, portanto, de 3,4% ao ano, levando Odean a concluir: “*Investidores que vendem vencedoras e seguram perdedoras porque eles*

---

<sup>37</sup> Texto original: An analysis of these records shows that, overall, investors realize their gains more readily than their losses.

*esperam que as perdedoras superem as vencedoras no futuro, estão, em média, enganados*” (ODEAN, 1998, p. 1790, tradução do autor).<sup>38</sup>

Outro aspecto apontado por Mosca é a tendência dos aplicadores em concentrar a realização de prejuízos em curtos intervalos de tempo, antagonicamente, a realização de lucros ocorre de forma espaçada, segundo o autor: *“Quando agrupadas e reconhecidas de maneira conjunta, as perdas são menos dolorosas. Os ganhos, por sua vez, são mais prazerosos quando vem em parcelas, distribuídos pelo tempo”* (MOSCA, 2009, p. 91). Esta preferência por concentrar ou espargir a execução das transações, deve-se ao formato assimétrico da curva de valor na Teoria do Prospecto.

Utilizando-se de um linguajar emblemático, Elder adverte sobre atitudes habituais do intitulado operador “sonâmbulo”, o qual sonha em recuperar os danos causados por determinados ativos à 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. Elder diz: *“Uma das principais diferenças entre profissionais e amadores são os planos de retirada”* (ELDER, 2006, p. 57). Estes planos de retirada constituem-se no artifício do *stop-loss*. Barbedo e Camilo-da-Silva comentam: *“Para evitar 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). Posto que desvalorizações possam ser incomensuráveis, o mecanismo de *stop* preestabelece um valor de perda aceitável, limitado a um intervalo que, ao ser atingido pelo preço do ativo, executa automaticamente a operação. Técnica rotineiramente empregada no mercado de renda variável, uma vez que elimina o lado emocional da decisão e gera disciplina.

Belsky e Gilovich ressaltam a diversificação como forma de amenizar a influência do viés:

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

---

<sup>38</sup> Texto original: Investors who sell winners and hold losers because they expect the losers outperform the winners in the future are, on average, mistaken.

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, tradução do autor).<sup>39</sup>

Dividir o capital nas diversas classes de ativos, sejam eles ações, títulos, imóveis, câmbio, dentre outros, diminui a probabilidade de prejuízos financeiros acentuados. Ademais, a atenção do aplicador se detém no quadro geral, não permanecendo focalizada em ganhos e perdas isoladas.

Checar o preço das ações continuamente, assim como a própria evolução patrimonial, resulta em ansiedade exagerada acerca da volatilidade do mercado. Corre-se o risco de que más decisões sejam tomadas. Desta maneira, Belsky e Gilovich também alertam: “*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, tradução do autor).<sup>40</sup> Consequentemente, as chances de *overtrading* se elevam, isto é, excesso de negociações.

Ainda Belsky e Gilovich enfatizam a utilidade de se 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. 74-75, tradução do autor).<sup>41</sup> Através do desenvolvimento e registro de princípios de atuação, evita-se o comportamento emocional, a disciplina será por fim compulsoriamente imposta, os autores prosseguem: “*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, tradução do autor).<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Texto original: the behavioral-economic idea behind diversification is that a loss in one portion of your nest egg – say, your stock investments – will likely be offset by gains in another – say, bonds or real state. So you’ll be less likely to react emotionally and do something drastic if at the same time that you take a hit you are also experiencing gains in another part of your portfolio.

<sup>40</sup> Texto original: The more frequently you check your investments, the more you’ll notice – and feel the urge to react to – the ups and downs that are an inevitable part of the stock and bond markets.

<sup>41</sup> Texto original: It’s also important, however distasteful the task may be, to spend time developing a concrete investment philosophy and strategy and to put it down on paper.

<sup>42</sup> Texto original: If you take such an approach – identifying your goals and justifying all your investments in the context of achieving those goals – you’ll be less likely to react impulsively to the inevitable ups and downs of the markets.

De acordo com Peterson, ao reconsiderar o posicionamento em bolsa de valores, o aplicador deveria se perguntar: “*Com todas as condições atuais iguais ao passado, eu entraria nessa hoje?*” (PETERSON, 2008, p. 144). Caso a resposta a este método de auto-avaliação seja “não”, manter a posição deixa de ter sentido. Saber como executar os procedimentos propostos nas variadas circunstâncias, no entanto, só terá coerência se o planejamento for seguido.

## 2.4 ANCORAGEM

Ancoragem é o viés cognitivo que ocorre durante o processo de tomada de decisão no qual as pessoas tendem a superestimar a primeira informação recebida, utilizando-a para basear decisões subsequentes. O efeito é ilustrado pela figura de uma âncora, pois as pessoas fazem estimativas acerca de determinados eventos profundamente influenciadas por tal âncora, que pode ser, inclusive, um número aleatório. Uma vez que a âncora é estabelecida, as avaliações dos indivíduos são ajustadas a partir do número que foi fixado. Barbedo e Camilo-da-Silva escrevem:

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).

Ainda que claramente não haja nenhuma relação entre o problema analisado e um número aleatoriamente sugerido, incide-se o efeito ancoragem. Foi o que observou Tversky e Kahneman em um experimento realizado na Universidade de Óregon. Os pesquisadores giraram uma roleta com números de 0 a 100, em seguida eles perguntaram aos participantes qual era a porcentagem de países africanos membros da ONU. Quando a roleta marcava o número 10 e 65, a resposta média era de 25% e 45%, respectivamente (TVERSKY e KAHNEMAN, 1974). Kahneman comenta: “...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,

tradução do autor).<sup>43</sup> Trazer informações à mente, como meros números sugeridos randomicamente, já constitui-se motivo suficiente para ancorar as pessoas levando-as a resultados viesados.

A ancoragem não se restringe aos experimentos laboratoriais, efeitos semelhantes são vistos no mundo real. Gregory B. Northcraft e a professora de Stanford Margaret A. Neale conduziram um estudo com profissionais do mercado imobiliário que foram divididos em dois grupos. Os pesquisadores forneceram uma lista com dez páginas de informações sobre determinado imóvel residencial, incluindo um preço indicado, em seguida pediram aos agentes imobiliários que o avaliassem durante um tour. Ambos os grupos receberam a mesma lista de informações, com exceção do preço indicado, que era substancialmente diferente. Os profissionais então apresentaram suas opiniões sobre a casa. No entanto, cada grupo avaliou o imóvel tendo como ponto de referência o preço indicado na tabela. Admiravelmente, os agentes insistiram que o preço indicado na lista não foi levado em consideração durante o processo de avaliação (NORTHCRAFT e NEALE, 1987). Conforme destacou Belsky e Gilovich a respeito do estudo:

...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, tradução do autor).<sup>44</sup>

Mesmo havendo conhecimento e experiência no campo de atuação, o que possibilita a redução do viés, os profissionais de igual forma permanecem suscetíveis aos efeitos da ancoragem.

Quando as pessoas são ancoradas por alguma informação, uma característica agravante constitui o “viés da confirmação”. Margit E. Oswald e Stefan Grosjean definem: “*Viés da confirmação significa que a informação é pesquisada, interpretada, e lembrada de tal maneira que sistematicamente impede a possibilidade de que a hipótese possa ser rejeitada*” (OSWALD e GROSJEAN, 2004,

---

<sup>43</sup> Texto original: ...people's judgments were influenced by an obviously uninformative number. There was no way to describe the anchoring effect of a wheel of fortune as reasonable.

<sup>44</sup> Texto original: ...anchoring can influence almost any financial decision you make, even when you have some expertise about the issue at hand and even when you know the anchor value was chosen to take advantage of you.

p. 79, tradução do autor).<sup>45</sup> Em outras palavras, confirma-se o prejulgamento dos indivíduos. Preferências são desenvolvidas fazendo com que as pessoas tratem novas informações de modo que sustentem suas opiniões, e desconsiderem qualquer informação que não se adeque as âncoras estabelecidas. Tal viés possui a capacidade de influenciar o processo decisório, segundo Belsky e Gilovich: “*Uma vez que você desenvolve um sentimento sobre um assunto – não importa quão inconsciente esta preferência possa ser – torna-se muito mais difícil superar sua inclinação*” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 132, tradução do autor).<sup>46</sup>

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. Com referência ao mercado de capitais, Mosca diz: “*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). A decisão de comprar, vender ou manter uma ação não deveria relacionar-se ao preço de aquisição, contudo os agentes econômicos rendem-se ao viés, sendo difícil ignorar o valor pago. Frequentemente ocorrem rápidas oscilações no mercado de ações, fato que acentua a fixação de valores recentes na mente dos indivíduos, pois devido a fortes movimentos, o preço atual torna-se consideravelmente diferente do anteriormente observado. Mosca prossegue: “*Em parte é por conta da ancoragem que temos tanta dificuldade de identificar a formação de uma bolha especulativa ou o início de um crash*” (MOSCA, 2009, p. 84). 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.

---

<sup>45</sup> Texto original: Confirmation bias means that information is searched for, interpreted, and remembered in such a way that it systematically impedes the possibility that the hypothesis could be rejected.

<sup>46</sup> Texto original: Once you develop a feeling about an issue – no matter how unconscious that preference might be – it becomes that much harder to overcome your bias.

Até mesmo operadores que estejam apenas acompanhando a volatilidade do mercado, com posições líquidas<sup>47</sup>, são suscetíveis ao comportamento, de acordo com Belsky e Gilovich: “*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, tradução do autor).<sup>48</sup> Algumas pessoas, ao planejarem a aquisição de determinada ação, ficam inertes, com uma estratégia que teria dado certo, porém não houve execução. Outras compram ações somente em razão de um declínio expressivo nas cotações, todavia, tais quedas podem ter justificativa por alterações nos fundamentos da empresa.

Uma das principais conclusões das pesquisas sobre o efeito da ancoragem verifica-se nos pensamentos e maneira de agir das pessoas, que sofrem maior influência pelas condições do ambiente do que supõem. O Nobel de Economia Daniel Kahneman expõe o problema: “*...você não sabe como ela guia e restringe seu pensamento, pois você não pode imaginar como teria raciocinado se a âncora tivesse sido diferente (ou ausente)*” (KAHNEMAN, 2011, p. 128, tradução do autor).<sup>49</sup> Entretanto, ele aconselha as pessoas a combaterem o viés reconhecendo que qualquer número em questão resulta em uma âncora. O laureado, discorrendo a respeito de negócios, ponderou: “*o efeito da ancoragem é reduzido ou eliminado quando o segundo negociador concentra sua atenção na oferta mínima que o oponente aceitaria, ou nos custos para o oponente de não conseguir chegar a um acordo*” (KAHNEMAN, 2011, p. 127, tradução do autor).<sup>50</sup> Ou seja, 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.

Enquanto outros padrões das Finanças Comportamentais podem ser corrigidos pela obtenção de conhecimento, para Belsky e Gilovich a ancoragem é um viés particularmente difícil de ser alterado. Segundo os escritores: “*Você pode*

---

<sup>47</sup> Estar líquido é um termo comumente utilizado no mercado financeiro para designar a situação na qual o operador está fora do mercado, não possuindo nenhuma posição comprada ou vendida.

<sup>48</sup> Texto original: In fact, it's not even necessary for you to have bought the stock to anchor on a price.

<sup>49</sup> Texto original: ...you do not know how it guides and constrains your thinking, because you cannot imagine how you would have thought if the anchor had been different (or absent).

<sup>50</sup> Texto original: the anchoring effect is reduced or eliminated when the second mover focuses his attention on the minimal offer that the opponent would accept, or on the costs to the opponent of failing to reach an agreement.

*saber o que não é um preço justo, mas isso não necessariamente diz o que é um preço justo ou o quanto ajustar a partir daquele valor inicial injusto” (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 144, tradução do autor).<sup>51</sup>*

No entanto, buscar uma segunda opinião diante de questões financeiras, sobretudo de alguém com reconhecida experiência, constitui-se em uma atitude preventiva. Quanto menor for o conhecimento das pessoas em relação ao assunto, maiores serão as chances de atarem-se em informações insignificantes durante o processo de tomada de decisões majoritariamente significantes. Ao vender algum bem, o preço originalmente pago deve ser ignorado, igualmente, ao comprar algum ativo, deve-se desconsiderar o valor que conhecidos pagaram para obtê-lo. Os autores ainda aconselham: *“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, tradução do autor).<sup>52</sup>*

O economista Aquiles Mosca ressalta a importância da pesquisa:

Seja qual for o ativo analisado, um imóvel, uma ação ou até mesmo o preço do seu próximo automóvel, o investidor deve fazer um levantamento amplo do valor do ativo em questão, resistindo à influência dos primeiros preços que tiver contato (MOSCA, 2009, p. 84).

Ter disciplina é uma forma de evitar que o aplicador faça ajustes insuficientes, detendo-se a uma falsa âncora oriunda de dados irrelevantes. A análise feita de modo abrangente permite maior noção acerca da magnitude de flutuação dos preços no mercado financeiro.

## **2.5 STATUS QUO**

Nas Finanças Comportamentais, *status quo* constitui-se o viés cognitivo no qual as pessoas preferem que as coisas permaneçam em seu atual estado, ou modifiquem-se o mínimo possível. A situação corrente atua como ponto de referência, ainda que objetivamente melhores alternativas estejam disponíveis,

---

<sup>51</sup> Texto original: You might know what a fair price is not, but that doesn't necessarily tell you what a fair price is or how much to adjust from that initial unfair value.

<sup>52</sup> Texto original: Spending the money to get a second opinion, or, more important, a more experienced opinion, is often one of the smartest ways to overcome misleading anchor values.



qualquer mudança é percebida como perda. Os pesquisadores Samuelson da Universidade de Boston e Zeckhauser da Universidade de Harvard cunharam a expressão “viés de *status quo*”, definiram-no como: a tendência de “*não fazer nada ou manter alguma decisão atual ou anterior*” (SAMUELSON e ZECKHAUSER, 1988, p. 7, tradução do autor).<sup>53</sup> Os indivíduos com frequência se inclinam para a escolha que dificilmente causará alguma mudança. Evidências sugerem que o processo de tomada de decisão do ser humano é afetado pelo comportamento descrito. Ambos os pesquisadores realizaram um experimento em meio a estudantes de economia e administração de empresas. Dois grupos foram formados, ao primeiro grupo de universitários apresentou-se o seguinte problema:

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, tradução do autor).<sup>54</sup>

E então quatro alternativas distintas de aplicações financeiras eram oferecidas, das quais uma deveria ser escolhida.

Ao segundo grupo de estudantes, disponibilizaram-se as mesmas informações, contudo, ao invés de dinheiro vivo, foi dito que o tio-avô havia deixado a herança aplicada em uma das quatro alternativas anteriores, e acrescentaram ao problema:

“*Você está deliberando se deixará a carteira intacta ou se alterará através de investimentos em outros ativos*” (SAMUELSON e ZECKHAUSER, 1988, p. 12, tradução do autor).<sup>55</sup>

No segundo problema, definiu-se o *status quo* pelo fato de o portfólio ter sido direcionado a uma das aplicações financeiras. O experimento mostrou que, quando eram informados de que o patrimônio herdado encontrava-se alocado em determinada alternativa, os alunos tendiam a manter o portfólio inalterado, independente de qual das quatro opções representava o *status quo*. Ao primeiro grupo de estudantes nenhuma escolha de aplicação financeira foi aludida, em

<sup>53</sup> Texto original: doing nothing or maintaining one's current or previous decision.

<sup>54</sup> Texto original: You are a serious reader of the financial pages but until recently have had few funds to invest. That is when you inherited a large sum of money from your great uncle. You are considering different portfolios. Your choices are:

<sup>55</sup> Texto original: You are deliberating whether to leave the portfolio intact or to change it by investing in other securities.

contraste, portanto com o segundo grupo, que revelou nítida preferência por conservar a alocação.

Mosca, discorrendo a respeito do viés, declarou: “*O interessante é que não percebemos que a decisão de manter determinada situação inalterada é em si uma decisão!*” (MOSCA, 2009, p. 95). Escolher não fazer nada é essencialmente uma escolha. Entretanto, por medo do arrependimento, as pessoas se recusam a considerar outras possibilidades, confiam na presente condição como sendo a mais segura. Em consequência, possíveis benefícios advindos de diferentes opções deixam de ser auferidos. O autor salienta que a dificuldade em reconhecer um equívoco também pode motivar o comportamento: “*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). Com intuito de evitar tal admissão, permanecer imóvel torna-se atrativo.

Tanto a ancoragem como o efeito disposição possuem íntima correlação com o *status quo*, conforme observado por Barbedo e Camilo-da-Silva: “*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). 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.

Debatendo sobre o hábito dos indivíduos de conservar a maior parte dos recursos designados aos planos de aposentadoria em fundos previsíveis, ao invés do mercado de ações, Ferreira relaciona:

preferindo-se manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na conta-corrente ou poupança com baixo retorno, o que pode significar perder boas oportunidades com valorizações expressivas que surgem no mercado em certos momentos (FERREIRA, 2008, p. 184).

Embora haja ativos apropriados para um fundo de pensão na bolsa de valores, os aplicadores, ao postergarem a questão, mantêm o patrimônio em planos pouco rentáveis.

Ainda em relação ao mercado de capitais, como resultado da inação, é comum que posições acionárias perdedoras permaneçam em carteira

infindavelmente, desta vez caracterizando uma atitude de risco excessivo. 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.

Conscientizando-se do papel exercido pelo viés do *status quo* na tomada de decisões financeiras, os aplicadores deveriam adotar medidas para reduzir a influência do comportamento.

Belsky e Gilovich lembram:

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, tradução do autor).<sup>56</sup>

É preciso ter em mente 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.

Os autores também aconselham posicionar-se no “piloto automático”, ou seja, estabelecer um plano de compra de valores mobiliários em intervalos regulares. Periodicamente, reserva-se determinada quantia de capital para aquisição dos ativos, independentemente de o mercado se encontrar em alta ou baixa, pois de acordo com eles: “*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, tradução do autor).<sup>57</sup> Tal estratégia, porém, requer disciplina. A principal vantagem consiste em evitar a perpétua dúvida sobre quando é o melhor momento para aplicar, visto que seria obtido um custo médio em função das compras.

Se houver motivação psicológica adequada, a mudança de atitude acontecerá. Somente com a possibilidade de perspectivas significativamente melhores, os indivíduos serão compelidos a agir. Uma maneira de obter esta

---

<sup>56</sup> Texto original: Postponement, delay, procrastination. They may seem like the path of least resistance, but they are in their own way as consequential as any other choice, a sort of passive-aggressive approach to decision making.

<sup>57</sup> Texto original: In this way you end up buying fewer shares when the price of an investment is high and more when the price is lower.

motivação necessária é imaginar quais seriam os resultados posteriores de escolhas feitas hoje. O professor Martin ressalta: “*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, tradução do autor).<sup>58</sup>

Trazendo para a esfera bursátil, o escritor Michael M. Pompian esclarece o assunto: “*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, tradução do autor).<sup>59</sup> É fundamental que se perceba os riscos envolvidos em determinada posição acionária, o que pode ser feito através da tentativa de projetar o que provavelmente ocorreria ao patrimônio total, caso houvesse expressiva desvalorização no ativo.

## 2.6 EFEITO POSSE

O efeito posse é a hipótese de que as pessoas concedem mais valor às coisas meramente por possuírem-nas (ROECKELEIN, 2006). Os indivíduos tendem a pagar mais para manter algo que possuem do que estariam dispostos a pagar por algo possuído por outros indivíduos, ainda que não haja causas para este apego, ou ainda que o item tivesse sido adquirido há poucos minutos atrás.

O primeiro pesquisador a cunhar o termo efeito posse foi o economista Richard H. Thaler (THALER, 1980), em referência à inércia observada no processo de tomada de decisão de consumidores quando os bens que constavam no patrimônio eram sobreavaliados em relação aos bens que não faziam parte do patrimônio.

Os estudiosos Belsky e Gilovich (1999) argumentam que o alto valor outorgado pelas pessoas sobre seus próprios bens tornam mudanças de decisões mais difíceis. Além disso, à medida que o efeito posse tem como resultado uma

---

<sup>58</sup> Texto original: In essence, images of the future influence our present decisions and behaviors. If you were to imagine that the future is less desirable than the present, then you would prefer the status quo and vice versa.

<sup>59</sup> Texto original: Demonstrating the downside risks associated with holding inappropriate assets is often an effective tactic and may motivate people to change their behavior.

inadequada avaliação de preços, tanto do que se possui como do que ainda não se obteve, as pessoas falham na tentativa de escolherem opções que coadunem com seus melhores interesses.

Kahneman (2011), ao iniciar a descrição do efeito posse, salienta que tal comportamento é também decorrência da aversão à perda e do *status quo*. O modelo padrão das curvas de indiferença, na teoria econômica, desconsidera a influência que o ponto de referência, ou seja, onde os indivíduos se encontram atualmente, exerce sobre o processo de tomada de decisão. Ele escreve: “*as desvantagens de uma mudança aparentam serem maiores que as vantagens, induzindo um viés que favorece o status quo*” (KAHNEMAN, 2011, p. 292, tradução do autor).<sup>60</sup> Tal afirmação não implica que as pessoas continuamente preferirão o presente ponto de referência, no entanto, adverte que a aversão à perda desempenha expressiva influência em favor da atual situação.

O experimento das canecas realizado por Kahneman é considerado a clássica demonstração do efeito posse (KAHNEMAN; KNETSCH; THALER, 1990). Atrativas canecas de café com o emblema da universidade, na ocasião com valor de US\$ 6, foram distribuídas aleatoriamente para a metade do grupo de estudantes. As canecas dos estudantes vendedores posicionavam-se a sua frente, enquanto que a outra metade dos estudantes, os compradores, foi convidada a dar uma olhada e oferecer um preço com seu próprio dinheiro. O preço médio requerido para vender foi aproximadamente o dobro do preço médio para comprar. Conforme Kahneman:

o alto preço que os vendedores definem reflete a relutância em abrir mão de 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, tradução do autor),<sup>61</sup>

evidenciando o efeito posse.

Kahneman observou que não há aversão à perda em transações comerciais rotineiras. Ao pedirem-se as pessoas o favor de trocarem uma nota de US\$ 5 por cinco notas de US\$ 1, não há qualquer percepção de perda. Da mesma forma, em uma loja de sapatos:

---

<sup>60</sup> Texto original: the disadvantages of a change loom larger than its advantages, inducing a bias that favors the status quo.

<sup>61</sup> Texto original: the high price that sellers set reflects the reluctance to give up an object that they already own, a reluctance that can be seen in babies who hold on fiercely to a toy and show great agitation when it is taken away.

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 justamente conservando o dinheiro como um representante para os sapatos que você pretendia comprar (KAHNEMAN, 2011, p. 294, tradução do autor).<sup>62</sup>

Assim sendo, em situações como essas, os agentes econômicos não sofrem do viés efeito posse.

Peterson (2008) analisou as consequências do efeito posse no mercado de ações. O autor narra que por uma série de motivos os aplicadores usualmente se apegam a determinada ação, tal atitude dificulta a decisão de venda dos ativos, sobretudo se a aplicação apresenta prejuízo, fazendo com que a venda pareça desnecessária. Esta relutância em desfazer-se dos ativos foi alvo de pesquisa científica, por meio da qual se reportou que 90% dos aplicadores gastavam a maior parte do tempo com decisões de compra. Todavia, 80% dos aplicadores relataram que as decisões de venda são mais difíceis de serem feitas (FOGEL e BERRY, 2006). Peterson atribui tal dificuldade ao lado 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). Seguindo o mesmo pensamento, Barbedo alerta:

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).

Mostrando uma das implicações negativas que o viés de valorização pode ocasionar aos aplicadores.

Segundo Thaler, uma vez que as despesas efetivas são equivalentes aos custos de oportunidade, economicamente raciocinando, ambos deveriam receber a mesma importância. Entretanto, não é o que ocorre:

---

<sup>62</sup> Texto original: The merchant who gives up the shoes in exchange for money certainly feels no loss. Indeed, the shoes that he hands over have always been, from his point of view, a cumbersome Proxy for Money that he was hoping to collect from some consumer. Furthermore, you probably do not experience paying the Merchant as a loss, because you were effectively holding money as a proxy for the shoes you intended to buy.

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, tradução do autor).<sup>63</sup>

As pessoas tendem a superestimar custos desembolsáveis enquanto subestimam custos de oportunidade, em certo grau como resultado da aversão à perda. Conforme Belsky e Gilovich, para se combater esta tendência, é preciso que se dê o devido valor aos custos de oportunidade, pois: “*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, tradução do autor).<sup>64</sup> Uma das formas de se fazer isto, os autores comentam, é imaginar o sentimento de arrependimento causado por uma decisão que deu certo, contudo, não foi tomada.

Outra atitude mencionada por Belsky e Gilovich para facilitar o processo decisório é alterar o ponto de referência, ou seja, tentar abordar as decisões a partir de uma condição neutra, oposta a atual situação de *status quo*. Além disso, sugerem:

transforme uma decisão de qual opção rejeitar em uma de qual opção selecionar, e vice-versa. Isso deverá ajudá-lo a se concentrar em ambos os atributos de suas opções, positivos e negativos, ao invés de conferir um peso desproporcional a um ou a outro (BELSKY e GILOVICH, 1999, p. 102, tradução do autor).<sup>65</sup>

Reconhecer que o ponto de referência interfere na percepção da situação, ameniza o viés de valorização do efeito posse.

Ao citar o trabalho do economista experimental John A. List, o qual analisa o nível de relutância com que cartões de *baseball* são transacionados (LIST, 2003), Kahneman nota o papel da experiência. Ele afirma, aludindo ao experimento das canecas, que os traders aprenderam a fazer a pergunta certa: “*O quanto eu quero TER aquela*

<sup>63</sup> Texto original: This shape of the value function implies that if out-of-pocket costs are viewed as losses and opportunity costs are viewed as foregone gains, the former will be more heavily weighted... Henceforth, I will refer to the underweighting of opportunity costs as the endowment effect.

<sup>64</sup> Texto original: When contemplating financial decisions, you are more than likely to pay too much attention to what you have now than what you might have down the road.

<sup>65</sup> Texto original: turn a decision of which option to reject into one of which option to select, and vice versa. This should help you focus on both the positive and the negative attributes of your options, rather than give disproportionate weight to one or the other.

*caneca em comparação com outras coisas que eu poderia ter como alternativa?*<sup>66</sup> E prossegue: “*Esta é a pergunta que Econs fazem, e com esta questão não há o efeito posse, porque a assimetria entre o prazer de possuir e a dor de abrir mão é irrelevante*” (KAHNEMAN, 2011, p. 298, tradução do autor).<sup>67</sup> Mostrando que uma maior racionalidade advinda da experiência pode impedir a atuação do viés.

---

<sup>66</sup> Texto original: How much do I want to HAVE that mug, compared with other things I could have instead?

<sup>67</sup> Texto original: This is the question that Econs ask, and with this question there is no endowment effect, because the asymmetry between the pleasure of getting and the pain of giving up is irrelevant.



## CONCLUSÃO

Por meio dos experimentos realizados por psicólogos e economistas comportamentais, bem como em razão dos resultados de pesquisas relatadas por autores da área das Finanças Comportamentais, demonstrou-se que a presença de vieses no momento em que decisões são tomadas pode causar expressivos prejuízos financeiros na carteira dos aplicadores.

Quando o aplicador, atuando no mercado de ações, conscientiza-se da existência de certas tendências comportamentais, ele se torna capaz de detectá-las com mais precisão. A partir do momento em que são identificadas, é possível que o indivíduo tome atitudes na direção de diminuir ou mesmo eliminar a influência desses vieses.

Embora a contribuição dos estudos publicados seja relativamente nova se comparado às Ciências Econômicas, a abundância de evidências levantadas são contundentes com as teorias das Finanças Comportamentais. O apanhado de livros e artigos relacionados ao mercado de ações foi imprescindível para verificar quais são os principais vieses que acompanham o processo de tomada de decisão. Ainda que haja uma diversidade de tendências comportamentais, as seis tendências retratadas no presente trabalho são mencionadas de maneira recorrente pela maioria dos escritores, ao abordarem o ambiente das bolsas de valores.

Concomitantemente aos conceitos, a definição de Finanças Comportamentais foi apresentada da mesma forma que o papel exercido pela Psicologia na contribuição para os estudos da disciplina, em especial no aspecto concernente à influência das emoções.

Devido à volatilidade inerente às cotações, os desvios sistemáticos observados pelos autores, na atitude das pessoas, são mais notórios e aplicáveis ao mercado de capitais. Desse modo, questionou-se o pressuposto das escolhas perfeitas por parte dos agentes econômicos, pois pesquisadores da área constataram a presença de determinadas anomalias comprovando uma racionalidade limitada.

Por fim, para cada viés analisado foram compiladas várias maneiras de se evitar, ou ao menos reduzir sua influência sobre a atuação do aplicador. Tais estratégias, quando empregadas, são potencialmente capazes de minimizar a postura emocional, contribuindo para a saúde financeira dos operadores no mercado de ações.

## REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

ARIELY, Dan. **Predictably irrational**: the hidden forces that shape our decisions. New York: Harper Collins, 2008.

ASCH, Solomon E. "Effects of group pressure on the modification and distortion of judgments". In GUETZKOW, Harold (ed). **Groups, leadership and men**. Pittsburgh: Carnegie Press, 1951.

BARBEDO, Claudio H. da S. e CAMILO-DA-SILVA, Eduardo. **Finanças comportamentais**: pessoas inteligentes também perdem dinheiro na bolsa de valores. São Paulo: Atlas, 2008 (Coleção Coppead de Administração).

BARBER, Brad M. e ODEAN, Terrance. "The courage of misguided convictions". **Financial Analysts Journal**. vol. 55, p. 41-55, Nov. 1999.

BELSKY, Gary e GILOVICH, Thomas. **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.

BENTHAM, Jeremy. **An introduction to the principles of morals and legislation** (J.H. Burns e H.L.A. Hart, eds). London: Athlone Press, 1970.

BODIE, Ziv et al. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Trad. Robert Brian Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2000.

CERVO, Amado L. et al. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DASH, Mike. **Tulipomania**: the story of the world's most coveted flower and the extraordinary passions it aroused. London: Gollancz, 1999.

ELDER, Alexander. **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. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

\_\_\_\_\_. **Aprenda a operar no mercado de ações**: come into my trading room. 7. ed. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

EYSENCK, Michael W. e KEANE, Mark T. **Cognitive psychology, a student's handbook**. 5. ed. East Sussex: Psychology Press, 2005.

FABOZZI, Frank J. e DRAKE, Pamela P. **Finance: capital markets, financial management, and investment management**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009.

FAMA, Eugene F. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work". **Journal of Finance**. vol. 25, nº 2, p. 383–417, May 1970.

\_\_\_\_\_. "Random walks in stock market prices". **Financial Analysts Journal**. vol. 21, nº 5, p. 55–59, Sep./Oct. 1965.

FERREIRA, Vera Rita de M. **Decisões econômicas: você já parou para pensar?** São Paulo: Saraiva, 2007.

\_\_\_\_\_. **Psicologia econômica: como o comportamento econômico influencia nas nossas decisões**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008 (Coleção Expo Money).

FOGEL, Suzanne O. e BERRY, Thomas. "The disposition effect and individual investor decisions: the roles of regret and counterfactual alternatives". **Journal of Behavior Finance**. vol 7, nº 2, p. 107-116, 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Principles of managerial finance**. 9. ed. New York: Addison Wesley, 2000.

KAHNEMAN, Daniel e TVERSKY, Amos. "Prospect theory: an analysis of decision under risk". **Econometrica**. vol. 47, nº 2, p. 263-292, 1979.

KAHNEMAN, Daniel, KNETSCH Jack L. e THALER Richard H. "Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem". **Journal of Political Economy**. vol 98, nº 6, p. 1325-1348, 1990.

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

LAKATOS, Maria E. e MARCONI, Maria de A. **Metodologia do trabalho científico**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LANGER, Ellen J. e ROTH, Jane. "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**. vol 32, nº 6, p. 951–955, 1975.

LIST, John A. "Does market experience eliminate market anomalies?" **Quarterly Journal of Economics**. vol 118, nº 1, p. 47-71, Feb. 2003.

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

MCCLURE, Samuel M. et al. "Separate neural systems value immediate and delayed monetary rewards". **Science**. Washington/DC, vol. 306, nº 5695, p. 503–7, Oct. 2004.

MOSCA, Aquiles. **Finanças comportamentais**: gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009 (Coleção Expo Money).

NEISSER, Ulric. **Cognitive psychology**. New York: Appleton-Century-Crofts, 1967.

NORTHCRAFT, Gregory B. e NEALE, Margaret A. "Experts, amateurs, and real estate: an anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions". **Organizational behavior and human decision processes**. vol. 39, nº 1, p. 84–97, 1987.

ODEAN, Terrance. "Are investors reluctant to realize their losses?" **Journal of Finance**. vol. 53, nº 5, p. 1775–98, oct. 1998.

O'FARRELL, John. **An utterly impartial history of Britain**: or 2000 years of upper class idiots in charge. London: Random House, 2008.

OSWALD, Margit E. e GROSJEAN, Stefan. Confirmation Bias. In POHL, Rüdiger F. **Cognitive illusions**: a handbook on fallacies and biases in thinking, judgement and memory. Hove: Psychology Press, 2004.

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

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

\_\_\_\_\_. **Behavioral finance and investor types**: managing behavior to make better investment decisions. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012.

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

SAMUELSON, William e ZECKHAUSER, Richard. "Status quo bias in decision making". Boston, **Journal of Risk and Uncertainty**. vol. 1, nº 1, p. 7–59, 1988.

SELDEN, George C. **Psychology of the stock market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters**. New York: Ticker Publishing, 1912.

SHEFRIN, Hersh e STATMAN, Meir. "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. **Journal of Finance**. vol 40, nº 3, p. 777-790, 1985.

SHILLER, Robert J. "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?" **American Economic Review**. New Haven, vol., 71, p. 421-436, 1981.

\_\_\_\_\_. "Investor behavior in the october 1987 stock market crash: survey evidence". **National Bureau of Economic Research**. Cambridge, nº 2446, Nov. 1987.

\_\_\_\_\_. **Irrational exuberance**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000.

SIMON, Herbert A. **Models of man**. New York: Wiley, 1957.

SMITH, Adam. **The theory of moral sentiments**. Indianapolis: Liberty Fund, 1982.

\_\_\_\_\_. **A Riqueza das nações**. Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

STATMAN, Meir. "Behavioral finance vs. standard finance". **Behavioral finance and decision theory in investment management**. Charlottesville, p. 14-22, 1995.

STERNBERG, Robert J. **Cognitive psychology**. 4. ed. Belmont: Thompson/Wadsworth, 2006.

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

THALER, Richard H. "Toward a positive theory of consumer choice". **Journal of Economic Behavior and Organization**. Ithaca, vol. 1 nº 1, p. 39-60, mar. 1980.

THALER, Richard H. e SUNSTEIN, Cass R. **Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness**. New Haven: Yale University Press, 2008.

TROTTER, Wilfred B. L. **Instincts of the herd in peace and war**. London: Fisher Unwin, 1916.

TVERSKY, Amos e KAHNEMAN, Daniel. "Judgment under uncertainty: heuristics and biases". **Science**. vol. 185, nº 4157, p. 1124–1131, Sep. 1974.

## REFERENCIAL ELETRÔNICO

ARIELY, Dan. "Predictably irrational: a conversation with best-selling author Dan Ariely". Interview by Anne O'Brien on September 29, 2010. Disponível em: <http://www.learningfirst.org/predictably-irrational-conversation-best-selling-author-dan-ariely>. Acesso em 20 abr. 2015.

DORN, Janice. "Trading doctor - the danger of overconfidence". By Janice Dorn on June 03, 2008. **The Market Oracle**. Disponível em: <http://www.marketoracle.co.uk/Article4935.html>. Acesso em 28 abr. 2015.

GOULD, Carole. "Mutual funds report: in the stampede to big stocks, some managers are left behind". By Carole Gould on April 4, 1999. **New York Times**. Disponível em: <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9801E7DC1239F937A35757C0A96F958260>. Acesso em 12 mai. 2015.

INVESTOPEDIA. "Stock Market". Disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp>. Acesso em 30 mai. 2015.

NOBEL Prize. **Nobel Media AB 2014**. Disponível em: [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahneman-facts.html](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahneman-facts.html). Acesso em 14 mai. 2015.

SOMMEROCT, Jeff. "Robert Shiller: a skeptic and a nobel winner". By Jeff Sommeroct on October 19, 2013. **New York Times**. Disponível em: [http://www.nytimes.com/2013/10/20/business/robert-shiller-a-skeptic-and-a-nobel-winner.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2013/10/20/business/robert-shiller-a-skeptic-and-a-nobel-winner.html?_r=0). Acesso em 23 abr. 2015.

THE DEBT to pleasure: a nobel prize winner argues for an overhaul of the theory of consumer choice. **The Economist**. April 27, 2013. Disponível em: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21576645-nobel-prizewinner-argues-overhaul-theory-consumer-choice>. Acesso em 02 jun. 2015.

UCHITELLE, Louis. "Economist Is Honored for Use of Psychology". By Louis Uchitelle on April 28, 2001. **New York Times**. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2001/04/28/business/28PRIZ.html>. Acesso em 24 mai. 2015.



