



UNIVERSIDADE FEDERAL DO DELTA DO PARNAÍBA

RENARA LIA MACHADO PEREIRA DE ARAUJO

**ECONOMIA COMPORTAMENTAL E MERCADO FINANCEIRO: PROCESSOS
HEURÍSTICOS PRESENTES NA TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES
EM RENDA VARIÁVEL**

PARNAÍBA – PI

2021

RENARA LIA MACHADO PEREIRA DE ARAUJO

**ECONOMIA COMPORTAMENTAL E MERCADO FINANCEIRO: PROCESSOS
HEURÍSTICOS PRESENTES NA TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES
EM RENDA VARIÁVEL**

Monografia apresentada como exigência para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Delta do Parnaíba, Campus Ministro Reis Velloso, sob a orientação da Profa. Dra. Maria de Fátima Vieira Crespo.

PARNAÍBA – PI

2021

RENARA LIA MACHADO PEREIRA DE ARAUJO

Monografia apresentada como exigência para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Delta do Parnaíba, Campus Ministro Reis Velloso, submetida à aprovação da banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Maria de Fátima Vieira Crespo

Profa. Dra. Maria de Fátima Vieira Crespo
(Orientadora)

José Ribamar Pereira

Prof. Me. José Ribamar Pereira

Vera Lúcia dos Santos Costa

Profa. Me. Vera Lúcia dos Santos Costa

Aprovada em 27/01/2021

FICHA CATALOGRÁFICA
Universidade Federal do Piauí
Biblioteca Setorial Prof. Cândido Athayde – Campus Parnaíba
Serviço de Processamento Técnico

A663e Araujo, Renara Lia Machado Pereira de

Economia comportamental e mercado financeiro: processos heurísticos presentes na tomada de decisão dos investidores em renda variável [recurso eletrônico] / Renara Lia Machado Pereira de Araujo. – 2021.

1 Arquivo em PDF

Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Universidade Federal do Piauí, Campus Ministro Reis Velloso, 2021.

Orientação: Profª. Dra. Maria de Fátima Vieira Crespo

1. Economia Comportamental. 2. Mercado Financeiro. 3. Renda Variável. 4. Tomada de Decisão. 5. Emoções. I. Título.

CDD: 332.6

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me dar fôlego de vida, a oportunidade de viver seus propósitos e por ter me guiado nos mínimos detalhes durante toda a graduação.

Agradeço aos meus pais, Solange e Reginaldo por nunca medirem esforços para me ajudar durante a caminhada até aqui.

Agradeço de forma especial ao meu tio Wilson e a minha avó Salete que juntamente com meus pais nunca mediram esforços para me ajudar nos estudos.

Agradeço a todos os professores do curso de Ciências Econômicas que contribuíram para minha formação acadêmica.

Agradeço em especial a professora Me. Vera Lúcia, que durante a graduação me ajudou na elaboração de artigos contribuindo para minha escrita.

Agradeço ao professor Me. José Ribamar Pereira que não mediu esforços para me ajudar com material de pesquisa

Agradeço a professora Dr. Fátima Crespo que também não mediu esforços para me ajudar na finalização desta pesquisa.

Dedico este trabalho ao autor da vida, Deus, por guiar meus passos. E aos meus pais, Solange e Reginaldo, que são minha base nesta vida.

“Para cada esforço disciplinado há uma retribuição múltipla” (Jim Rohn)

RESUMO

A teoria econômica considera os agentes como pessoas racionais e com ampla capacidade de processar informações em todas as escolhas, desse modo, a mesma tem o mercado financeiro como eficiente. No entanto, existem estudos experimentais que contrariam a teoria supracitada, uma vez que provam a influência de emoções e hábitos na tomada de decisão financeira. Esses estudiosos buscam unir economia com psicologia para analisar essas decisões e sustentam que estas podem ser influenciadas por heurísticas e vieses. A partir de então surgiu a economia comportamental juntamente com as finanças comportamentais. Esta pesquisa justifica-se a partir dos estudos de Kahneman e Tversky (1974), onde os autores abordam que os indivíduos sofrem influência do meio em que se encontram quando estão diante de uma escolha incerta, em razão de que suas decisões podem ser realizadas de maneira mais fácil por atalhos de pensamentos denominados de heurísticas. A partir da maior oscilação no valor dos ativos de renda variável, surge o seguinte problema de pesquisa: como a economia comportamental explica oscilações na tomada de decisão de investidores em renda variável? Esta pesquisa tem como objetivo geral realizar uma revisão bibliográfica pela ótica da economia comportamental sobre processos heurísticos presentes na tomada de decisão dos investidores em renda variável, visa, de forma específica, apresentar os processos que podem induzir o investidor ao erro, descrever como as heurísticas influenciam o comportamento das pessoas que possuem ativos de renda variável e examinar como as emoções incidem sobre a conduta financeira desses investidores na compra e venda de seus ativos. A pesquisa desenvolve-se sob um caráter metodológico teórico exploratório e descritivo, fazendo uso de um amplo acervo literário de autores que abordam sobre o tema. Diante do exposto, constatou-se, através dos experimentos apresentados, a presença de heurísticas e vieses na tomada de decisão dos investidores em renda variável, percebeu-se também que há duas formas de pensar, uma rápida e outra devagar (sistemas 1 e 2), sendo o sistema 1 o responsável pelos erros cognitivos (heurísticas e vieses), além disso notou-se que os investidores consideram o preço passado das ações na compra de novas cotas, assim como também que estes investidores têm suas previsões como válidas e confundem sorte com habilidade.

Palavras-chave: Economia comportamental; mercado financeiro; renda variável; tomada de decisão; emoções.

ABSTRACT

Economic theory considers agents to be rational people with ample capacity to process information in all choices, thus, it has the financial market as efficient. However, there are experimental studies that contradict the aforementioned theory, since they prove the influence of emotions and habits in financial decision-making. These scholars seek to combine economics with psychology to analyze these decisions and maintain that they can be influenced by heuristics and biases. From then on, behavioral economics and behavioral finance emerged. This research is justified based on the studies by Kahneman and Tversky (1974), where the authors approach that individuals are influenced by the environment in which they find themselves when faced with an uncertain choice, because their decisions can be made easiest way by thinking shortcuts called heuristics. From the biggest fluctuation in the value of variable income assets, the following research problem arises: how does behavioral economics explain fluctuations in the decision making of investors in variable income? This research has as general objective to carry out a bibliographic review from the perspective of behavioral economics on heuristic processes present in the decision making of investors in variable income, aims, in a specific way, to present the processes that can induce the investor to error, describe how the heuristics influence the behavior of people who own variable income assets and examine how emotions affect the financial conduct of these investors when buying and selling their assets. The research is developed under an exploratory and descriptive theoretical methodological character, making use of a wide literary collection of authors who address the theme. Given the above, it was found, through the experiments presented, the presence of heuristics and bias in the decision making of investors in variable income, it was also noticed that there are two ways of thinking, one fast and the other slow (systems 1 and 2), system 1 being responsible for cognitive errors (heuristics and biases), in addition it was noted that investors consider the past price of shares when buying new shares, as well as that these investors have their forecasts as valid and confuse luck with skill.

Keywords: Behavioral economics; financial market; variable income; decision making; emotions.

Sumário

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 ECONOMIA COMPORTAMENTAL, FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E MERCADO FINANCEIRO	12
2.1 A economia comportamental e as finanças comportamentais	12
2.2 O mercado financeiro e o comportamento dos investidores	15
3 PROCESSOS HEURÍSTICOS PRESENTES NA TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES EM RENDA VARIÁVEL E OS VIÉSES COMPORTAMENTAIS ORIUNDOS DAS HEURÍSTICAS	20
3.1 Processos heurísticos.....	20
3.1.1 Heurística da representatividade no mercado financeiro	21
3.1.2 Heurística da disponibilidade no mercado financeiro	22
3.1.3 Efeito ancoragem no mercado financeiro	23
3.1.4 Aversão à perda no mercado financeiro.....	25
3.1.5 Autoconfiança no mercado financeiro	26
3.1.6 Ilusão de validade e habilidade no mercado financeiro	27
3.2 Influências emocionais na compra de um ativo no mercado financeiro	29
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	31
5 REFERÊNCIAS	32

1 INTRODUÇÃO

Para explicar como o comportamento humano pode intervir nas decisões econômicas existe um campo específico da economia conhecido como economia comportamental. Essa área examina como as emoções são capazes de influenciar nas escolhas econômicas diante de mudanças, além de possuir abordagens sobre tomada de decisão irracional dos agentes econômicos e apresentar processos cognitivos que podem induzir a erros sistemáticos.

A economia comportamental possui estudos em diversas áreas, dentre elas, há pesquisas sobre o comportamento do consumidor, a implementação da teoria comportamental nas políticas públicas, dentre outras. Neste trabalho será abordado como a teoria supracitada é utilizada para explicar as oscilações na decisão de investidores em renda variável diante das frequentes modificações no preço de ativos que fazem parte de seu patrimônio. Nesse sentido, economia comportamental através das finanças comportamentais na qual estuda o comportamento do investidor, tem em vista que os investidores estão propensos a proceder irracionalmente afetando o comportamento do mercado (KIMURA, 2003).

O mercado financeiro é composto pelo mercado de valores mobiliários no qual é integrado por renda fixa e variável, onde o governo e os bancos emitem títulos e as empresas emitem títulos ou ações. Esse segmento é alvo de alterações diárias nas quais influenciam seu funcionamento constantemente, de modo que a alta ou baixa dos juros, aprovação de leis, reformas fiscais, oscilações no preço de ações interferem na decisão de investimento dos investidores que mantêm seu patrimônio alocado em ativos desse mercado.

De acordo com os estudos de Kahneman e Tversky (1974), os indivíduos sofrem influências do meio em que se encontram quando estão diante de uma escolha incerta, em razão de que suas decisões podem ser realizadas de maneira mais fácil por atalhos de pensamentos denominados de heurísticas¹. Nesse sentido, o ambiente de mudanças diárias na renda variável pode influenciar nas decisões dos investidores e desencadear em escolhas não racionais, de modo contrário à abordagem da economia tradicional na qual se apoia na visão do ser humano como tomador de decisões totalmente racionais e com capacidade ilimitada de processar informações (ÀVILA; BIANCHI, 2015).

A partir da maior oscilação no valor dos ativos de renda variável, surge o seguinte problema de pesquisa: como a economia comportamental explica oscilações na tomada de

¹ O conceito detalhado das heurísticas será apresentado mais na frente.

decisão de investidores em renda variável? O presente estudo tem como objetivo geral realizar uma revisão literária pela ótica da economia comportamental sobre processos heurísticos presentes na tomada de decisão dos investidores em renda variável diante das mudanças constantes no mercado financeiro. Os objetivos específicos são: apresentar os processos que podem induzir os investidores ao erro, descrever como as heurísticas afetam o comportamento das pessoas que possuem ativos em renda variável e examinar como as emoções incidem sobre a conduta desses investidores na compra e venda de um ativo alocado em renda variável.

Com a finalidade de alcançar tais objetivos foi utilizado um amplo conteúdo literário com abordagens de Daniel Kahneman juntamente com Amos Tversky e outros autores que abordam sobre o assunto, além disso, foi apresentado um estudo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) acerca dos processos heurísticos que levam os investidores a decisões irracionais que afetam o mercado financeiro.

O estudo da economia comportamental juntamente com sua incidência na análise da tomada de decisão dos investidores em renda variável é apresentado de forma teórica e exploratória, com sustentação teórico-metodológica de caráter descritiva, sendo possível, ainda que de forma rudimentar, demonstrar que o ser humano não é totalmente racional em suas decisões. Para isso, utilizou-se artigos, livros e publicações que abordam o tema estudado.

A monografia se encontra dividida em cinco capítulos, sendo o primeiro esta introdução que detalha os objetivos da pesquisa e a metodologia adotada, o segundo capítulo descreve sobre a economia comportamental, as finanças comportamentais e o mercado financeiro trazendo alguns autores que abordam esses conceitos, apresentam alguns investimentos disponíveis e os perfis de investidores. Em complemento, descreve-se um experimento feito por Richard Thaler, ganhador do prêmio Nobel de Economia em 2017 por explicar o comportamento econômico através da psicologia, assim como também traz a principal proposta das finanças comportamentais e algumas áreas de sua atuação. Em seguida, apresenta-se a teoria de Daniel Kahneman ganhador do prêmio Nobel de Economia em 2002 por inserir fatores psicológicos em decisões econômicas.

No terceiro capítulo são apresentados os processos heurísticos presentes na tomada de decisão (representatividade, disponibilidade, ancoragem, aversão à perda, autoconfiança) e detalhado cada processo supracitado e os erros oriundos destes. Em seguida, apresentam-se os termos ilusão de validade e ilusão de habilidade, e finaliza o capítulo demonstrando como as emoções podem influenciar na compra de um ativo no mercado financeiro. Por último, faz-se as considerações finais e expõe-se as referências utilizadas

2 ECONOMIA COMPORTAMENTAL, FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E MERCADO FINANCEIRO

Este capítulo explora os conceitos de economia comportamental, finanças comportamentais e mercado financeiro trazendo autores como Kahneman (2012) e Thaler (2019) que abordam esses conceitos, são apresentados alguns investimentos disponíveis e os perfis de investidores. Em complemento, descreve-se um experimento feito por Richard Thaler, ganhador do prêmio Nobel de Economia em 2017 por explicar o comportamento econômico através da psicologia, assim como também traz a principal proposta das finanças comportamentais e algumas áreas de sua atuação.

Em seguida, apresenta-se a teoria de Daniel Kahneman ganhador do prêmio Nobel de Economia em 2002 por inserir fatores psicológicos em decisões econômicas, Kahneman (2012) refere-se ao funcionamento da mente humana como sendo realizado através de dois sistemas, um rápido e outro devagar, esse funcionamento pode influenciar nas decisões de investidores, sendo o sistema 1 o principal responsável pela a abordagens das heurísticas e vieses.

2.1 A economia comportamental e as finanças comportamentais

A economia comportamental é o campo da economia que estuda como o comportamento econômico das pessoas é afetado diante de influências emocionais e sociais. Para tal análise, é feito uso da experimentação com o objetivo de desenvolver teorias sobre a tomada de decisão pelo ser humano, e ressalta que as pessoas são facilmente influenciadas por informações e fatos que aconteceram recentemente ou que foram lembrados, assim como também sofrem influências de seus sentimentos e emoções, que podem levá-las a uma tomada decisão não racional. (SAMSON, 2015).

Thaler (2019) acrescenta que ao contrário da economia na qual aborda que os agentes econômicos são puramente racionais e escolhem sempre seus ativos tendo em vista a maximização de seus lucros, a economia comportamental considera a influência de emoções durante o processo de tomada de decisão.

Nesse contexto, Ávila e Bianchi (2015) afirmam que as pessoas tomam decisões de acordo com seus hábitos e experiências pessoais, e que possuem dificuldade de conciliar seus interesses de curto e longo prazo, sendo influenciadas por suas emoções e hábitos de pessoas com as quais convivem.

Nesse sentido, Sauer (2016) considera que a economia comportamental busca estudar todos os comportamentos ligados ao ser humano, aplicando as descobertas da psicologia moderna e experimental aos seus estudos de forma a contribuir para melhor tomada de decisão dos indivíduos.

Para demonstrar a construção da economia comportamental, Thaler (2019) descreve sobre um experimento feito por ele e seu aluno, Werner, onde o objetivo era, a partir de um estudo de psicologia, realizar uma previsão de algum fato sucedido no mercado de ações que não foi percebido, desse modo, estariam usando a psicologia para explicar e predizer uma falha no mercado financeiro. O estudo² partiu da observação e análise de todas as ações disponíveis na Bolsa de Valores de Nova York que foram classificadas por sua performance durante o tempo suficiente para trazer confiança aos investidores quanto ao valor desses ativos.

As ações com melhor performance foram chamadas de vencedoras e as com performance ruim foram denominadas perdedoras. Thaler e Werner pegaram os grupos com maiores vencedoras e perdedoras para relacionar sua performance a partir deste ponto. Na hipótese dos mercados eficientes, as duas carteiras deveriam apresentar desempenhos parecidos, pois de acordo com essa teoria o passado não pode prever o futuro. Se a hipótese fosse assertiva, as perdedoras apresentariam performance melhor que as vencedoras, considerando que “ao levar o preço de alguma ação para cima ou para baixo o bastante para torná-la uma das maiores vencedoras ou perdedoras durante um período de vários anos, os investidores provavelmente estavam tendo uma sobre reação a alguma coisa” (THALER, 2019.p, 234).

Para criar portfólios vencedor e perdedor foram utilizados cinco anos de performance afim de calcular os ganhos de cada um durante os próximos cinco anos em comparação com o mercado geral. Para evitar erros, sobre ações de empresas que tinham grande probabilidade de falir, o programa utilizado vendia de forma hipotética essas ações por qualquer preço. Durante o período analisado, as perdedoras tiveram melhor desempenho de 30% em relação ao mercado, ao mesmo tempo que as vencedoras foram piores em relação ao mercado cerca de 10%. Desse modo, a psicologia foi utilizada para antever uma irregularidade no comportamento do mercado financeiro (THALER, 2019).

A partir deste estudo, houve um questionamento sobre a hipótese dos mercados eficientes, nesse mercado, a compra de ações com preço muito baixo não é bom investimento,

² Em seu livro “Construção da Economia Comportamental”, Thaler (2019) cita este estudo sem grandes detalhes.

pois o preço do ativo representa a situação atual da empresa, o estudo supracitado desconstruiu essa teoria, uma vez que o investimento em valor é possível no mercado financeiro (THALER, 2019).

Estudos como o supracitado e os de Kahneman e Tversky (1974) acerca do comportamento humano defendem que o ser humano sofre influência do meio em que se encontra, levando-o a decisões não racionais, fez surgir um novo campo da ciência chamado finanças comportamentais. A economia comportamental juntamente com as finanças comportamentais partem da mesma teoria, no entanto, a primeira possui um amplo campo de estudo ao passo que a segunda tem seu enfoque no comportamento dos investidores e suas decisões financeiras (FRANCESCHINI, 2015).

Portanto, as finanças comportamentais buscam estudar o comportamento dos indivíduos diante de escolhas que envolvem dinheiro. Neste, a tomada de decisão pode ser influenciada por aspectos mentais, sentimentais e pelo meio no qual o ser humano se encontra (BAZERMAN; MOORE, 2010).

“A principal proposta das Finanças Comportamentais é o abandono da racionalidade ilimitada, além da construção de um novo paradigma que une economia, finanças e psicologia. Da psicologia, principalmente da psicologia cognitiva, os estudiosos buscam explicar as causas e consequências que podem levar indivíduos a agir não racionalmente. A Psicologia Cognitiva apresenta uma vasta coleção de pesquisas comportamentais e evidências empíricas a respeito da tomada de decisão em ambientes de incerteza, risco e outros tipos de elementos causadores de stress”. (CAMPOS, 2013, p.14)

Desse modo, as escolhas feitas por investidores e outros agentes econômicos são afetadas por fatores psicológicos, distanciando-os das previsões racionais, portanto, as finanças comportamentais utilizam conceitos da Psicologia para identificar vieses cognitivos e emocionais que distanciam o comportamento dos agentes face ao princípio da racionalidade completa (LOBÃO, 2012).

Dentre as áreas que as finanças comportamentais possuem aplicações práticas se encontram os investimentos, onde a mesma busca entender o processo psicológico presente nestes e estudar a construção de um modelo de tomada de decisão financeira mais adequado. Outra aplicação é a análise de movimentos de mercado, buscando entender os erros dos agentes financeiros em suas escolhas. Além disso, as finanças comportamentais contribuem na explicação de anomalias de mercado, para isso a mesma analisa o procedimento de formação de opiniões e na formação da memória dos indivíduos, tendo em vista entender a formação de bolhas especulativas (KIMURA, 2003 apud BURR, 1997).

2.2 O mercado financeiro e o comportamento dos investidores

Dentro do amplo campo de estudo da ciência comportamental encontra-se o mercado financeiro. Para Silvério (2009) o mercado financeiro é um ambiente no qual ocorre a gestão, intermediação, oferta e procura de dinheiro, o mesmo é um espaço constituído por agentes orientados pela busca de resultados.

De acordo com Assaf Neto (2005), este mercado dispõe de vários instrumentos financeiros com diferentes graus de risco e ganhos, desse modo, é um ambiente que possibilita ao investidor uma grande variedade de investimentos de acordo com o perfil de cada um.

Existe um amplo cenário de ativos que compõem a carteira dos investidores, dividindo-se em renda fixa e variável. Na renda fixa são ofertados investimentos do Tesouro Nacional, Certificado de Depósito Bancário (CDB), Debêntures, Letras de câmbio e Letras de câmbio imobiliário. Na renda variável se encontram as ações, contratos futuros, fundos imobiliários, Exchange Traded Fund (ETF) e Câmbio (RICO, 2018). No Quadro 1 descreve-se cada um desses ativos.

Quadro 1 – Ativos de Renda Fixa e Renda Variável que compõem carteiras de investimentos

Renda fixa	Renda variável
Tesouro Nacional: o governo emite títulos da dívida pública aos investidores e realiza o pagamento de juros de acordo com a taxa básica de juros ou indexado ao Índice de Preços ao consumidor (IPCA)	Ações: empresas de capital aberto emitem ações tendo em vista levantar mais capital. Existem ações que pagam dividendos (ações preferenciais), e há as ações ordinárias que permitem ao investidor direito de participação na empresa
CDB: São investimentos disponibilizados pelos bancos ou corretoras, que pagam uma porcentagem do CDI (certificado de depósito interbancário). É garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) no qual cobre até R\$250 mil por instituição que o investidor aplica	Contratos futuros: nos contratos é feito um compromisso onde uma das partes se compromete a comprar o ativo com um preço pré-definido, e a outra parte se compromete a vender com aquele preço na data estabelecida.
Debêntures: são títulos emitidos por empresas, as debêntures podem ter juros prefixados ou pós-fixados. Não é garantido pelo FGC	Fundos imobiliários: uma corretora ou gestora reúne o capital de investidores para formar um grupo e investir em tijolos, lajes... De acordo com o perfil de investidor do grupo.
Letras de câmbio (LC): são títulos semelhantes aos CDBs, no entanto, o primeiro é emitido por banco e o segundo por financeiras. É garantido pelo FGC.	Exchange Traded Fund (ETFs): Ideal para quem deseja investir no exterior, são fundos que buscam replicar a rentabilidade de outros índices.
Letras de câmbio imobiliário (LCI): Títulos emitidos por bancos tendo em vista captar recursos para oferecer empréstimos no setor imobiliário	Câmbio: Investimento em moedas estrangeiras tendo em vista sua valorização

Fonte: Rico (2018).

Para uma pessoa ter acesso aos investimentos do mercado financeiro é necessário responder um questionário tendo em vista a identificação do seu perfil de investidor. Uma vez identificado este perfil, o indivíduo poderá montar sua carteira de investimento de maneira adequada aos riscos que o mesmo está disposto a suportar. O Quadro 2 resume os perfis e os investimentos indicados para cada um.

Quadro 2 – Perfil e características dos investidores em ativos no mercado financeiro.

Perfil	Características	Investimento adequado
Conservador	Suas aplicações são em investimento de renda fixa, tendo como principal objetivo preservar seu patrimônio.	Tesouro Direto, CDBs, Debêntures, fundos de renda fixa, dentre outros.
Moderado	Suas aplicações toleram riscos de longo prazo, cerca de 20% do seu patrimônio é investido em ações.	Tesouro Direto, CDBs, Debêntures, fundos imobiliários, ações, dentre outros
Agressivo	Possui amplo conhecimento do mercado, busca sempre a melhor rentabilidade e está disposta a correr mais riscos.	Ações, contratos futuros, fundos imobiliários, ETFs, Câmbio, dentre outros.

Fonte: Rico (2019).

Há diversas opções de investimentos dentro do mercado financeiro, no entanto, neste trabalho é dado enfoque no comportamento do investidor em renda variável, tendo em vista que são investimentos com maior oscilação e risco, portanto, há maior possibilidade de haver escolhas rápidas e emotivas³.

De acordo com Tempel (2017), a classificação supracitada dos perfis de investidor é feita de maneira bastante simplificada e se torna ruim, uma vez que mais atrapalha do que ajuda aos investidores, tendo em vista que a mesma iguala investidores a especuladores e determina riscos de ativos apenas a curto prazo. O autor sugere que os investidores devem ser separados de acordo com o objetivo que possuem ao investir.

“Independentemente de quais sejam os seus objetivos, eles devem cair em uma destas quatro categorias: adquirir um bem; obter renda; deixar capital/ bens para as gerações futuras ou pessoas necessitadas; ou obter maior capital possível” (TEMPEL, 2017, P. 356).

Nesse contexto, os investidores devem escolher seus ativos com base nos objetivos supracitados, adquirindo ativos que irão proporcionar a realização final de suas metas. Tempel (2017), relata que para adquirir um bem devem ser escolhidos ativos que tenham longo prazo, sendo este mais importante do que a taxa de retorno. Para obter renda e deixar capital, o autor também indica os ativos de longo prazo. No que diz respeito a obter maior renda possível,

³ Não se exclui a possibilidade de fatores emocionais na renda fixa.

Tempel (2017) relata que esse objetivo é para pessoas que não possuem uma meta bem definida, apenas querem acumular capital, o autor relata que o indivíduo não tem prazo nem meta para atingir.

Para Kahneman e Tversky (1974) as pessoas tendem a tomar decisões rápidas e intuitivas em situações de risco e incerteza. Conforme Kahneman (2012), a mente humana funciona de duas formas, uma rápida e a outra devagar. O autor descreve esse processo através de dois sistemas: um rápido e intuitivo no qual atua de maneira automática, sem muito esforço e com nula percepção de controle, chamado Sistema 1. O outro age devagar destinando total atenção às atividades mais complexas abrangendo cálculos laboriosos, denominado de Sistema 2.

Dentro do mercado de ações, o Sistema 1 atua de forma ativa uma vez que os investidores podem agir repentinamente à queda de uma ação e vender todos os seus ativos que representam a empresa em baixa, assim como também podem agir de forma automática ao comprar uma ação que está subindo à espera de que a mesma irá se valorizar mais. Kahneman (2012) descreve que o Sistema 1 em momentos de dúvida sempre aposta em uma solução na qual os acontecimentos recentes e o atual cenário têm maior influência na definição de um acontecimento, desse modo, a atitude automática de comprar e vender ações devido a qualquer oscilação é realizada por esse sistema.

O Sistema 1 atua de modo contínuo sobre tudo o que está acontecendo fora e dentro da mente, gerando constantemente opiniões de várias formas das situações, sem intenção e com pouco ou nenhum esforço. Essas avaliações têm grande participação no julgamento intuitivo, uma vez que substituem questões mais complicadas, em virtude disso, essa é a abordagem fundamental da ideia das heurísticas e vieses (KAHNEMAN, 2012). Em razão disso, o autor trabalha mais este sistema em seu livro “Rápido e Devagar: duas formas de pensar”.

Sobre o Sistema 2, Kahneman (2012) descreve que suas atividades requisitam muita atenção e são suspensas quando essa concentração é interrompida. Dentre essas atividades o autor cita: “concentrar-se na voz de determinada pessoa em uma sala cheia e barulhenta; contar as ocorrências da letra *a* numa página de texto; preencher um formulário de imposto; sondar a memória para verificar um som surpreendente” (KAHNEMAN, 2012. p, 30). Em todas as situações, o tomador de decisão deve estar atento, do contrário não será bem-sucedido na sua realização, uma vez que as atividades nas quais demandam atenção interferem umas com as outras, desse modo é trabalhoso ou até mesmo impossível realizar várias delas ao mesmo tempo (KAHNMEMAN, 2012).

Além disso, o Sistema 2 sempre confia que tem tudo sob controle e sabe os motivos para suas escolhas (KAHNEMAN, 2012). Dentro desse contexto, assim como o investidor usa a empresa como âncora para permanecer em determinada ação mesmo com o seu valor caindo, este pode vender suas ações de outras companhias na primeira queda pelo fato de apenas ouvir que o ativo não voltará mais a se valorizar.

Kahneman (2012) salienta que quando o tomador de decisão se encontra focado intensamente em uma tarefa pode se tornar efetivamente cego até mesmo para situações que geralmente atraem sua atenção. Este aborda sobre o exemplo citado pelos autores Chabris e Simons no livro “O gorila invisível”, no qual dois times de basquete realizam passes e os espectadores devem contar os passes feitos pelo time que estava de branco ignorando o time adversário. No meio da cena aparece uma pessoa vestida de gorila atravessando a quadra batendo no peito e após nove segundos vai embora. Dentre as milhares de pessoas que assistiam o vídeo a maioria não notou nada incomum pelo fato de permanecer com a atenção nos passes do time branco, desse modo, Kahneman (2012) relata que o tomador de decisão pode ficar cego para algo óbvio assim como também cego para a própria cegueira.

Dentro do exemplo supracitado, a cegueira no mercado de renda variável pode ocorrer quando o investidor está centrado na ação de determinada empresa na qual a mesma funciona como uma âncora positiva de ser sócio dessa companhia, desse modo, mesmo que as ações da instituição comecem a cair sem perspectivas futuras de alta, o investidor manterá sua atenção na âncora (empresa) acreditando que está realizando um bom negócio.

Há interação entre os dois sistemas de modo que o Sistema 1 concebe informações para o Sistema 2 como impressões, sentimentos e intuições que se adotadas por este último, essas intuições podem virar convicções e do mesmo modo, impulsos podem se concretizar como atos automáticos. Quando o funcionamento do Sistema 1 se torna complicado, este, volta-se para o Sistema 2 tendo em vista uma computação mais detalhada para a dificuldade no momento, desse modo, o Sistema 2 é provocado quando surge uma situação em que o Sistema 1 não garante esclarecimento (KAHNEMAN, 2012). O autor ainda aborda que a maioria das atitudes realizadas pelo Sistema 2 advém do Sistema 1, no entanto, aquele tem a última decisão.

Existem outras duas maneiras de pensar sendo estas através do Sistema experiencial e Sistema racional. O primeiro é guiado por dor ou prazer, se baseia em experiências passadas e age de modo automático assim como o Sistema 1 descrito por Kahneman (2012). O segundo Sistema tem seu proceder orientado por uma ponderação sensata dos acontecimentos, demanda fundamentos lógicos e possui um processamento mais lento assim como o Sistema 2 retratado anteriormente. (FERREIRA, 2011 *apud* SLOVIC, 2002).

Além dos sistemas supracitados, há ainda duas outras formas de agir psiquicamente, primeiro pelo princípio do prazer no qual é conduzido pelas emoções desconsiderando outros aspectos mais importantes. A segunda maneira é o princípio da realidade onde a análise dos acontecimentos é realizada de forma mais precisa e consistente. A diferença entre os dois modos de agir é que no segundo, mesmo com a existência de emoções, a análise da situação é feita de forma mais prudente (FERREIRA, 2011 *apud* FREUD, 1976).

3 PROCESSOS HEURÍSTICOS PRESENTES NA TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES EM RENDA VARIÁVEL E OS VIÉSES COMPORTAMENTAIS ORIUNDOS DAS HEURÍSTICAS

Neste capítulo são detalhados cada processo heurístico e suas implicações na tomada de decisão dos investidores em renda variável, foram detalhados os processos que podem induzir os investidores ao erro e apresentados como as heurísticas afetam o comportamento das pessoas que possuem ativos em renda variável e demonstrado como as emoções podem influenciar na compra e venda de um ativo alocado em renda variável no mercado financeiro. Para isso, o ponto de partida foi o artigo “Julgamento sob incerteza” de Kahneman e Tversky (1974), onde os autores discutem a heurística da representatividade, disponibilidade e o efeito ancoragem, Thaler e Sustein (2019) com a abordagem da aversão à perda, assim como também os estudos da série CVM comportamental da Comissão de Valores Imobiliários (CVM).

3.1 Processos heurísticos

Diante da complexidade por trás da tomada de decisão é inevitável que os seres humanos procurem meios para descomplicar escolhas. Neste contexto, as heurísticas são conceituadas como atalhos mentais que facilitam a tomada de decisão com a percepção de que a escolha foi feita por um caminho mais fácil (FERREIRA, 2008). Em conformidade, Bazerman e Moore (2010) afirmam que as heurísticas proporcionam aos tomadores de decisão uma forma descomplicada de proceder diante das complexidades que estão sobre uma escolha. São técnicas úteis no sentido de achar uma explicação satisfatória, mesmo que imperfeita, diante de situações difíceis (KAHNEMAN, 2012).

As heurísticas estão presentes na maioria das decisões, no entanto, a prática incorreta desse processo cognitivo em eventos inadequados acabam levando pessoas ao erro, uma vez que induz a vieses que ocorrem quando o indivíduo aplica de forma indevida uma heurística na tomada de decisão (BARZEMAN; MOORE, 2010).

Kahneman e Tversky (1974) descrevem que as heurísticas podem desencadear em vieses considerados erros sistemáticos advindos de uma tentativa de otimizar uma decisão. Conforme Alvarenga (2011), os vieses que surgem das heurísticas são denominados erros cognitivos. A autora acrescenta que existe também viés motivacional e emocional, este último é apresentado como pressões emocionais para o tomador de decisão se sentir bem e de maneira

positiva no que diz respeito a interesses de curto prazo que tendem a ter conflitos com metas de longo prazo, dessa forma, esse viés induz a decisões inconsistentes.

As heurísticas afetam decisões em todas as áreas, inclusive nos investimentos, dessa forma, os investidores estão sujeitos a fazer escolhas enviesadas, uma vez que se sustentam em um número restringido de princípios heurísticos nos quais diminuem a complexidade de analisar probabilidades de queda e valorização de ações, que os autores abordam como “a predição de valores a operações mais simples de juízo” (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974, p. 1).

No Quadro 3 demonstra-se um resumo das heurísticas que mais influenciam os investidores em renda variável.

Quadro 3 – Heurísticas e vieses comportamentais dos investidores

Heurísticas	Viés comportamental
Representatividade	Na representatividade, as pessoas ignoram as probabilidades e tomam decisões de acordo com a visão representativa de algo ou alguém. Por exemplo, o cérebro humano tende a associar uma pessoa calma com a profissão de um bibliotecário, no entanto, não considera a quantidade mínima de bibliotecários existentes
Disponibilidade	Na disponibilidade, as pessoas tomam decisões de acordo com notícias, pensamentos ou fatos vivenciados recentemente. Por exemplo, se uma pessoa está com uma viagem marcada, e quando chega o dia ela escuta a notícia de que houve um acidente de carro na estrada pela qual a mesma ia passar, essa pessoa pode adiar a viagem ou ir por um caminho mais longo.
Ancoragem	A ancoragem ocorre quando uma quantidade não conhecida é estimada a partir de um valor específico instituído pelo indivíduo, o resultado é que a estimativa resultante fica próximo ao número considerado pelas pessoas.
Aversão à perda	Ocorre quando as pessoas dão mais importância às perdas do que aos ganhos mesmo que sejam ambos os mesmos valores.
Autoconfiança	Ocorre quando o indivíduo tem total confiança em suas previsões, e quando erra, estabelece o ocorrido a fatores externos às suas previsões
Ilusão de validade e habilidade	A primeira ocorre quando as pessoas tem suas previsões como válidas mesmo diante de resultados contrários aos esperados, a segunda ocorre quando os indivíduos acertam algum resultado por sorte e atribuem isso as suas habilidades.

Fonte: Kahneman e Tversky (1974) / Thaler e Sustein (2019).

3.1.1 Heurística da representatividade no mercado financeiro

Kahneman e Tversky (1974) descrevem três heurísticas utilizadas como forma de mensurar probabilidades e prever valores nas quais desencadeiam em vieses, dentre elas a representatividade.

“Muitas das questões probabilísticas com as quais as pessoas se preocupam pertencem a um dos seguintes tipos: Qual é a probabilidade de que o objeto A pertença à classe B? Qual é a probabilidade de que o processo B venha a produzir o evento A?

Ao responder tais questões, as pessoas normalmente se apoiam na heurística da representatividade, em que as probabilidades são avaliadas segundo o grau em que A é representativo de B, ou seja, segundo o grau em que A se assemelha a B.” (KAHNEMAN E TVERSKY, 1974. p, 2).

Na carteira de renda variável disponível mercado financeiro, muitos investidores estão sujeitos a heurística representatividade uma vez que podem escolher determinada ação pela visão representativa da empresa que emite o ativo ter histórico de valorização. Esse ponto de vista pode decorrer da afinidade pela empresa, de seus resultados passados, assim como também por notícias advindas de outros investidores ou da mídia (KIMURA, 2003). Em conformidade, Campos (2013) ressalta que a heurística da representatividade facilita a escolha do investidor diante da projeção futura de uma ação, uma vez que considera seu desempenho passado como um índice representativo da análise feita. Desse modo, a representatividade induz os investidores a comprarem ações que tiveram bom desempenho no passado.

Bazerman (2004) descreve alguns vieses originados das heurísticas, dentre eles o autor destaca o viés da insensibilidade aos índices básicos, emanado da heurística da representatividade, no qual os indivíduos tendem a desconsiderar esses índices no processo de análise da probabilidade de um evento quando qualquer informação é fornecida, mesmo que irrelevante. Ainda sobre a heurística da representatividade, Bazerman (2004) retrata acerca do viés de insensibilidade ao tamanho da amostra, onde no processo da avaliação de informações amostrais os indivíduos tendem a falhar na escolha do tamanho da amostra, uma vez que recorrem a representatividade, onde avaliam a probabilidade de um resultado de uma amostra

Kahneman e Tversky (1974) demonstram a insensibilidade à previsibilidade como viés oriundo da representatividade, na qual em algumas situações os indivíduos fazem previsões numéricas acerca do preço futuro de uma ação. Nesse contexto, se a pessoa tiver uma boa descrição da empresa, a previsibilidade de um alto lucro será uma visão representativa desta descrição.

3.1.2 Heurística da disponibilidade no mercado financeiro

A segunda regra de bolso descrita por Kahneman e Tversky (1974) é a heurística da disponibilidade, na qual os indivíduos estimam a probabilidade de um evento pela frequência que o mesmo pode ser trazido à mente. Em concordância com os autores supracitados, Thalher e Sunstein (2019) abordam que as pessoas consideram o risco de um acontecimento de acordo com a facilidade que o mesmo surge nos pensamentos. No mercado de renda variável, quando as ações crescem constantemente, as pessoas compram mesmo que após a aplicação esses ativos

se tornem um mau investimento. (THALER; SUSNTEIN, 2019). A respeito de vieses que emanam da heurística supracitada, Barzeman (2004) destaca a facilidade de lembrança, onde o tomador de decisão supõe que acontecimentos recentemente lembrados tendem a acontecer quase sempre.

Ferreira (2011) descreve a heurística da disponibilidade em renda variável quando publicidades e campanhas posicionam algumas empresas em destaque vindo a aumentar a procura por ações dessas instituições, tais propagandas contribuem para convencer os investidores do valor das ações dessas companhias. A autora afirma que a situação inversa ocorre quando os investidores não conhecem instituições estrangeiras e atribuem maior risco ao investir nessas empresas, vindo até a rejeitar-se a investir nelas.

3.1.3 Efeito ancoragem no mercado financeiro

O terceiro processo cognitivo descrito por Kahneman e Tversky (1974) é o efeito ancoragem no qual ocorre quando uma quantidade não conhecida é estimada a partir de um valor específico instituído pelo indivíduo, o resultado é que a estimativa resultante fica próximo ao número considerado pelas pessoas. “Diferentes pontos de partida produzem diferentes estimativas, que são viesadas na direção dos valores iniciais. Chamamos isso de fenômeno da ancoragem” (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974, p. 10). No que diz respeito à ancoragem, Barzeman (2004) apresenta o viés do ajuste insuficiente da âncora, onde o tomador de decisão estima um montante com base em valores iniciais decorrentes de eventos passados e realizam ajustes errôneos a partir daquela âncora para determinar um valor final.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através de uma série denominada “CVM Comportamental” aborda sobre diversos vieses dos investidores que surgem do errôneo uso das heurísticas. Dentre estes se encontra o viés da ancoragem onde um acesso prévio a uma notícia, leva o investidor a considerá-la uma referência na tomada de decisão e em suas estimativas.

“É muito comum a ancoragem se basear em valores. Por exemplo, um investidor que toma decisões financeiras por impulso, se exposto recentemente à informação de que a ação da companhia X custa R\$ 50, tende a achar barata a ação da companhia Y, cotada a R\$ 20, ainda que as duas empresas não tenham nenhuma correlação” (CVM, 2015, p. 6).

Outra forma de ancoragem é quando o investidor estabelece em sua mente um valor considerado por ele justo com base em valores de mercado de uma ação no passado. A partir dessa âncora, ele passa a avaliar se os preços futuros do papel estão caros ou baratos (CVM,

2015). A série ainda relaciona a ancoragem com o efeito *priming* descrito por Kahneman (2012) onde a partir de uma referência o cérebro humano evoca outros similares.

Kahneman (2012) retrata que há grande efeito de ancoragem em decisões que envolvem dinheiro. Com o objetivo de demonstrar esse efeito o autor descreve uma situação na qual contou aos membros de um estudo sobre danos ambientais produzidos pelos petroleiros no Oceano Pacífico. O autor perguntou a disposição dos participantes em contribuir com uma quantia anual para salvar vidas marinhas, esperando que as ajudas fossem feitas de acordo com os sentimentos das pessoas por essas vidas. Quando foi sugerido se os membros estariam dispostos a contribuir com cinco dólares as contribuições chegaram no máximo a vinte dólares, todavia, quando nenhuma contribuição foi proposta, os visitantes estavam dispostos a contribuir com 64 dólares. Quando a âncora era uma quantia maior os valores chegaram à média de 143 dólares.

“A ancoragem não ocorre apenas quando o ponto de partida é fornecido para o indivíduo, mas também quando o indivíduo baseia sua estimativa no resultado de alguma computação incompleta” (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974, p. 10). Nesse sentido, Costa (2016) ressalta sobre o efeito ancoragem no mercado financeiro, enfatizando que a queda do preço de uma ação em 10% não significa necessariamente que ela está barata. Dessa forma, Costa (2019) aborda que muitos investidores compram ou vendem ações com base no preço passado descrito como âncora por Kahneman e Tversky (1974).

“Um dos desdobramentos da heurística ancoragem é o efeito overreaction. Esse pressuposto diz que as variações dos preços e do volume dos ativos estão intimamente ligadas às reações exageradas dos investidores” (GALLO; BERTELLA, 2014, p. 3). Com a finalidade de detectar uma influência na relação do preço passado, preço de abertura e preço transacionado sobre o volume corrente de um ativo, os autores supracitados realizaram um estudo para apontar evidências da heurística da ancoragem em ações da Petrobrás. Para isso, utilizaram um teste econométrico testando o volume transacionado e a relação do preço médio passado e preço de abertura. Os autores supracitados testaram a hipótese⁴, na qual foi assertiva, de que o preço médio passado é utilizado pelos agentes como uma âncora. A partir desse estudo, percebe-se que o mercado é afetado pelo comportamento e reações dos investidores.

⁴ “A metodologia empregada no teste de hipótese é baseada nas propostas de Ferris et al. (1998), Huddart e Lang (2006) e Borges (2007). A amostra utilizada contém dados diários de preços e volume negociado das ações ordinárias da Petrobras (PETR3), sendo o período de 31/07/2014 até 09/09/2014 para preços médios passados e 01/08/2014 até 10/09/2014 para o preço de abertura da ação (PETR3) e seu respectivo volume negociado na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa. Todos os dados foram obtidos através do sistema de informações Econômica.” (GALLO; BERTELLA,

Os investidores consideram o preço de compra como uma referência de perda ou ganho no mercado acionário, ao passo que quando o investidor vende e depois recompra o ativo, o preço de recompra será o novo ponto de partida para calcular ganhos ou perdas. Além disso, o modo como questões sobre investimentos é colocado modela o comportamento dos investidores na tomada de decisão (GOULART, 2009 *apud* SHEFRIN; STATMAN, 1985). Em conformidade a CVM (2015) destaca o efeito enquadramento, onde o processo decisório pode ser afetado pela maneira que a situação é colocada ou como as alternativas são apresentadas.

3.1.4 Aversão à perda no mercado financeiro

Thaler e Sunstein (2019) ressaltam sobre a periodicidade na qual os investidores acompanham seus investimentos determina a postura dos mesmos diante do risco. Para explicar o ponto de vista os autores consideram o comportamento de dois investidores. O primeiro, Vince, é corretor da bolsa de valores e possui informações frequentemente sobre o valor de todos os seus ativos. Vince possui um aplicativo que ao final do dia mostra o quanto o mesmo ganhou ou perdeu no pregão. No entanto, Vince é humano não se sente bem quando perde cinco mil dólares em um dia só, sentimento esse que ocorre na mesma magnitude de quando o mesmo ganha dez mil dólares. Desse modo, os autores concluem que Vince não tem total controle sobre suas emoções ao investir em ações. Considerando o fato de que as ações sobem e descem mais ou menos na mesma proporção, Thaler e Sunstein (2019) concluem a aversão à perda de Vince é maior que o prazer de ganhar.

O segundo investidor apresentado por Thaler e Sunstein (2019) é Rip, amigo e cliente de Vince. Após um diagnóstico médico, Rip descobre que dormirá por vinte anos e precisa de alguém que invista seus ativos em empresas que não o façam perder dinheiro. Os autores abordam que Rip se sente confortável em investir em ações, uma vez que no período de vinte anos não existe contexto histórico no qual as ações tenham perdido valor real ou tenha este valor superado pelo dos títulos públicos. Levando em consideração esses aspectos, Thaler e Sunsteins (2019) concluem que o comportamento dos investidores diante do risco depende da constância que os mesmos observam seus portfólios.

A aversão à perda gera um apego no que diz respeito as posses atuais e acaba desencadeando em uma inércia. Quando o tomador de decisão resiste em se desfazer de uma posse porquê não quer perder, o mesmo tende a recusar uma transação que teria aceito em uma situação distinta (THALER; SUSNTEIN, 2019). Os autores afirmam que “a tristeza de perder algo é duas vezes maior que a felicidade de ganhar a mesma coisa” (THALER; SUNSTEIN,

2019, p.44). No viés de aversão a perda os investidores concedem maior relevância às perdas do que aos ganhos, de modo que perdem boas oportunidades na alocação de seus ativos e ficam vulneráveis a armadilhas disfarçadas de bons investimentos (CVM, 2015).

A CVM (2015) descreve que a aversão à perda pode levar o investidor a manter-se em investimentos que não possuem expectativas de melhoras no futuro, comportamento esse que pode ser mantido pelo medo da agonia de acabar tendo prejuízo, ou pelo simples fato de não admitir erros quanto a escolha do ativo considerado certo. Em concordância, Costa (2019) discute que o sentimento de ganhar dez mil reais na loteria é incompatível à aflição de saber que perdeu por causa de um pequeno erro, dessa forma, o autor descreve que este é um dos motivos que leva os investidores a resistir a venda de uma ação causadora de prejuízo em lugar de vender uma ação com ganhos.

3.1.5 Autoconfiança no mercado financeiro

Outro viés presente na tomada de decisão dos investidores em renda variável é o viés da autoconfiança excessiva, no qual as pessoas confiam de modo soberano em seus conhecimentos e, quando erram, atribuem o erro a fatores externos às suas previsões, além disso o indivíduo acredita que suas previsões são melhores que as dos outros investidores do mercado (CVM, 2015). Em conformidade, Bazerman e Moore (2010) abordam que o excesso de confiança acontece quando o investidor acredita estar extremamente certo quanto à direção do mercado e essa confiança desencadeia em uma maior movimentação na carteira de investimentos. Os autores argumentam que esse excesso de confiança deixa os investidores mais otimistas de modo que justificam seus comportamentos passados mantendo ilusões quanto às estratégias de investimentos utilizadas anteriormente.

Tomaselli (2005) retrata que o excesso de confiança faz com que as pessoas pensem saber mais do que realmente sabem, e descreve que muitos investidores realizam operações de compra e venda com base em razões sem merecimento de tanta credibilidade. No que diz respeito a correlação ilusória, os investidores consideram-se melhor do que realmente são, desconsiderando o fato do mercado estar em alta foi que proporcionou o ganho e não a simples atuação do investidor neste mercado (TOMASELLI, 2005 *apud* HILTON, 2003). Kahneman (2012) ressalta que processos como os supracitados são realizados pelo Sistema 1.

3.1.6 Ilusão de validade e habilidade no mercado financeiro

Esta seção aborda sobre ilusão de validade e habilidade, que são conceitos criados por Kahneman (2012) após duas experiências profissionais. Tais conceitos se enquadram nos vieses que podem ser cometidos pelos investidores do mercado financeiro.

Kahneman (2012) relata sobre um acontecimento no qual ele estava atuando como psicólogo em serviço do exército para observar o comportamento de candidatos que seriam encaminhados para um treinamento militar. Um dos testes realizados era chamado de grupo sem líder, no qual oito candidatos estranhos entre si eram conduzidos a um campo onde eram ensinados a levantar um tronco comprido do chão e alçá-lo por cima de um muro de quase dois metros de altura. Dentre as regras, estava que todo o grupo devia chegar do outro lado do muro sem que o tronco encostasse neste ou no chão, e sem que ninguém encostasse no muro.

Durante a observação dos candidatos, Kahneman e um amigo atentavam para o candidato que assumia o comando tentando liderar a situação e quão cooperativo era cada soldado para contribuir com o esforço do grupo. Além disso, as reações de crise também eram observadas, quem repreendia um colega cujo erro levava o grupo todo a falar, desse modo, sob a situação estressante, Kahneman e seu colega acreditavam que a verdadeira natureza de cada homem era revelada e tinham convicção de saber o real caráter de cada candidato ali presente assim como também declarar quem seria capaz de conseguir ou não.

Com o passar dos meses os psicólogos eram informados sobre o desempenho no treinamento dos soldados enviados por eles, e assim, podiam comparar suas avaliações com as opiniões dos comandantes que supervisionavam esses candidatos desde a sua chegada, as comparações não foram boas. Kahneman (2012) afirma que sua capacidade e de seu colega de prognosticar o desempenho na escola era menosprezável. Em virtude disso, os psicólogos ficaram desapontados com as notícias desencorajadoras. No entanto, no dia seguinte haviam novas turmas para serem avaliadas e após levantarem o tronco e mostrarem sua verdadeira natureza, o autor afirma que “a triste verdade sobre a qualidade de nossas previsões não teve efeito algum no modo como avaliamos os candidatos e muito pouco efeito na confiança que sentimos em nossos julgamentos e previsões sobre os indivíduos” (KAHNEMAN, 2012, p. 264).

Kahneman (2012) relata que o fracasso em sua previsão e de seu colega deveria ter abalado a confiança em seus julgamentos a respeito dos candidatos, no entanto isso não ocorreu. Mesmo sabendo que as previsões eram só um pouco melhores do que chutes aleatórios eles continuavam a sentir e agir como se fossem válidas. Em razão disso, o autor denominou o termo

de “ilusão de validade” para sua experiência. Campos (2013) descreve que essa ilusão, no geral, retrata a incapacidade do ser humano em prever acontecimentos de forma precisa. Kahneman (2012) salienta que suas expectativas sobre o comportamento futuro dos candidatos foi um exemplo claro da heurística da representatividade, uma vez que ao observar alguns comportamentos julgaram saber o real desempenho desses soldados no treinamento militar. Nesse contexto, os investidores também podem cair nessa ilusão de validade, mesmo com erros em suas previsões, eles podem se animar e comprar várias cotas da ação está subindo muito, mesmo que aquela cota não tenha probabilidade de crescer mais.

Kahneman (2012) menciona outra experiência que foi vivida com dois amigos durante uma visita em uma firma de Wall Street, um experiente gerente de investimentos. Sem muito conhecimento sobre o mundo das finanças, o autor pergunta sobre o que leva uma pessoa comprar e a outra vender no mercado de ações, e mais, o que os vendedores pensam saber que os compradores não sabem. A partir de então descreve que “uma enorme indústria parece estar preponderantemente numa ilusão de habilidade” (KAHNEMAN, 2012. p, 266).

Não é incomum que mais de 100 milhões de títulos de um único grupo de ações mude de mãos em um só dia. A maioria dos compradores e vendedores sabe que possui a mesma informação; eles negociam as ações principalmente porque têm diferentes opiniões. Os compradores acham que o preço é baixo demais e com boa probabilidade de subir, enquanto os vendedores acham que o preço é alto e com boa probabilidade de cair. O enigma é compreender por que tanto compradores como vendedores acham que o preço atual está errado (KAHNEMAN, 2012, p. 266).

Nesse contexto, é questionado a confiança que os agentes possuem em sua habilidade e conhecimento sobre o mercado levando-os a acreditar que estão sempre certos quando compram ou vendem uma ação. Assim, “a confiança subjetiva dos investidores é um sentimento, não um julgamento” (KAHNEMAN, 2012. p, 272). Portanto, esse excesso de confiança advém do Sistema 1, pois o mesmo é guiado por emoções e impulsos.

Kahneman (2012) descreve sua experiência de poder analisar a ilusão de habilidade na prática quando foi convidado para palestrar em uma empresa de consultoria financeira, antes de sua fala o autor recebeu uma planilha com o resumo dos resultados de investimentos anuais de 25 consultores ricos, onde seus bônus dependiam da pontuação anual de cada um. Assim sendo, o psicólogo fez o cálculo dos coeficientes de correlação para cada par de anos, resultando em 28 coeficientes para cada um. O autor relata que estava preparado para chegar a pouca evidência de ilusão de habilidade, no entanto, ficou surpreso ao chegar em uma média de 0,01, dessa forma, não haviam correlações plausíveis indicadoras de diferenças de habilidade e os consultores reconheciam-se realizando um sério trabalho.

Ao expor os resultados aos principais executivos da firma, Kahneman deixou o recado de que a empresa estava remunerando a sorte como se fosse habilidade. Ao invés de ficarem surpresos com os resultados os executivos aceitaram e continuaram com o mesmo segmento. “A ilusão de habilidade é mais do que uma mera aberração individual; ela está profundamente arraigada na cultura do mundo financeiro” (KAHNEMAN, 2012. p, 270).

De acordo com Costa (2019), já existem gestoras com especialistas para desconstruírem teorias sobre investimentos tendo em vista prevenir análises erradas. Para isso, são formados dois times, um defende uma ideia e o outro a contrária, levando a discussões, no entanto, a decisão final sai melhor.

3.2 Influências emocionais na compra de um ativo no mercado financeiro

Esta seção descreve como as emoções interferem no comportamento dos investidores, e acabam afetando o funcionamento do mercado financeiro, é abordado também sobre o conceito destas e uma abordagem da CVM de como essas emoções afetam os investidores em suas escolhas de ativos.

Rocha e Rocha (2011) discutem a analogia na qual o mercado financeiro é um atributo ligado ao humor dos investidores, nesse sentido, o humor do mercado se encontra definido pela sintonia das emoções desses investidores, dessa maneira, os autores descrevem que o ânimo do mercado será mais positivo de acordo com otimismo dos investidores e será negativo quanto ao nível descrente do mercado.

“O sentimento experimentado pelo investidor é dependente tanto das suas experiências individuais no mercado de sua atuação quanto dos sentimentos dos outros investidores desse mercado” (ROCHA; ROCHA, 2011. P, 142). Os autores argumentam ainda, que o sistema nervoso humano tem como componente elementar a emoção, na qual se encontram vigentes em todas as suas manifestações.

As emoções constituem a parte mais poderosa da arquitetura psíquica, consequentemente do modo de tomada de decisões também (FERREIRA, 2011 *apud* BION, 1970). Ferreira (2011) descreve as emoções como próximas do instinto, sendo elas impulsos que levam o indivíduo a buscar contentamento e se comportar no sentido para que o êxito de suas vontades seja realizado. Além disso, é a parte mais primitiva do tomador de decisão uma vez que a mesma se encontra presente na espécie humana desde o seu início reproduzindo respostas quase automáticas às suas reações.

A performance emocional do tomador de decisão é suficiente para sobreviver, todavia não é bom ao bastante quando a questão é se sobressair e alcançar melhores retornos nos investimentos. O papel das emoções no que diz respeito a estas se posicionarem contra ou a favor do tomador de decisão, contribuem de forma positiva quando possibilitam ampla abertura da mente disponibilizando vasto acesso aos dados e possibilitando soluções para problemas e desafios enfrentados, atuam de modo negativo quando delimitam a infinitude de ideias apenas às que aparentam ao conhecimento do investidor (FERREIRA, 2011).

A CVM (2015) descreve como as emoções podem influenciar no comportamento dos investidores em renda variável através do viés lacunas de empatia, no qual o estado emocional do investidor reflete profundamente na capacidade do mesmo de analisar eventos ocorridos, por exemplo, quando uma pessoa está muito alegre sente dificuldade de se colocar no estado de quem se encontra triste, da mesma forma quando uma pessoa está alegre não se lembra dos momentos de tristeza, desse modo, o indivíduo acaba subestimando seu estado emocional na hora de tomar alguma decisão podendo se arrepender da escolha feita no momento da emoção.

A CVM (2015) relata um exemplo acerca de como essas emoções incidem nos investimentos salientando que quando o investidor não está com fortes emoções o mesmo pode aceitar perder até dez por cento quando seus investimentos oscilarem, todavia quando o mesmo é abalado emocionalmente por algum evento ocorrido pode resolver liquidar todo o seu investimento por um oscilação bem menor do que a estipulada. Com o objetivo de diminuir o efeito das emoções sobre a decisão de compra e venda de ações, a CVM (2015) aconselha o investidor a estabelecer um período mínimo por dia para acompanhar seus investimentos a fim de evitar a agitação quanto às oscilações, assim como também prorrogar escolhas financeiras em tempos de crise ou grande choque emocional.

Kahneman (2012) descreve sobre um aluno seu, Terry Odean, que hoje é professor de finanças na Universidade de Berkeley. Este estudou por um período de sete anos o histórico de transações de dez mil investidores individuais. Seus dados identificaram todas as vendas e compras de ações nesse período, desse modo, comparou o portfólio dos investidores que vendiam com os do que compravam esperando que o estoque dos que escolheram comprar estivesse melhor do que o dos que escolheram vender. Foi feita a comparação do portfólio vendido com o comprado após um ano da transação resultando que as ações vendidas se saíram melhor do que as compradas pelo investidor. O estudo descrito concorda com o exemplo de Thaler e Susntein (2019) sobre a periodicidade de acompanhar os investimentos e com o conselho da CVM (2015) de escolher um período pequeno do dia para acompanhar os investimentos.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo geral apresentar as heurísticas e vieses presentes na tomada de decisão do investidor em renda variável. Foram apresentados estudos e experimentos de Kahneman e Tversky, assim como também estudos e experimentos de Richard Thaler que comprovam a influência de heurísticas e vieses na tomada de decisão dos investidores em renda variável.

A abordagem dos sistemas 1 e 2 de Kahneman (2012) contribuíram para entendimento de que as heurísticas e vieses são oriundos do sistema 1, pelo fato de o mesmo agir de forma rápida e emotiva. Além disso, a cegueira no mercado financeiro pôde ser identificada através do exemplo citado pelo autor de que quando uma pessoa se encontra muito concentrada em um ponto, esta pode não perceber os acontecimentos ao seu redor. Trazendo para o mercado financeiro, quando o investidor coloca toda a sua atenção em ser sócio de uma empresa por determinada ação, o mesmo pode não perceber os pontos negativos do seu investimento, ficando assim, cego para os acontecimentos ao seu redor acerca daquela empresa.

A influência dos processos heurísticos na tomada de decisão dos investidores não acontece apenas com investidores individuais, mas também com os agentes de gestoras. No entanto, para evitar erros de previsão em algumas gestoras já existem métodos de questionamentos sobre a decisão de cada gestor, tendo em vista a melhor tomada de decisão. Foi possível identificar também que os investidores utilizam o preço passado das ações como uma âncora para saber se a mesma está cara ou barata, além disso, o preço de compra é tido como ponto de partida para calcular ganhos e perdas.

Percebeu-se a ilusão de validade na tomada de decisão dos investidores quando compram ou vendem uma ação a partir de sua observação do mercado, mesmo que suas previsões estejam erradas, estes a tem como válidas. Quanto à ilusão de habilidade, constatou-se a partir de Kahneman (2012), que grande parte dos investidores confundem sorte com sua real habilidade.

No que diz respeito às emoções na tomada de decisão dos investidores, percebe-se que o mercado pode ser influenciado pelas emoções desses investidores, uma vez que realizam várias operações financeiras (mesmo sem perceber) através de decisões tomadas com base nos princípios heurísticos que foram citados neste trabalho.

Portanto, o mercado pode ser afetado pelo comportamento dos investidores e que estes são afetados por princípios heurísticos em suas decisões. Considerando que nenhuma pesquisa é completa por inteiro, sugere-se a criação de modelos econômicos que sejam mais próximos da realidade, levando em conta as emoções dos agentes.

5 REFERÊNCIAS

- ALVARENGA, T, K. **A interferência da emoção na tomada de decisão de risco: um estudo experimental.** 2011. Disponível em:< <http://tede.mackenzie.br/jspui/bitstream/tede/944/1/Tamar%20Klein%20Alvarenga.pdf> >. Acesso em 20 nov. 2019.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BAZERMAN, M, H. **Processo decisório para curso de administração, economia e MBAs.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BAZERMAN, M, H; MOORE, D. **Processo decisório.** 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- CAMPOS, D, R, A. **Os processos heurísticos e seus impactos na tomada de decisões dos investidores.** 2013. Disponível em:< http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Diogo_Ribeiro_de_Almeida_Campos.pdf>. Acesso em 19 nov. 2019.
- COSTA, F, N. **Finanças comportamentais adotadas para aconselhamentos financeiros.** 2016. Disponível em:< <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2019/06/11/financ%cc%a7as-comportamentais-adotadas-para-aconselhamentos-financeiros/>>. Acesso em 21 nov. 2019.
- CVM. **Vieses do investidor.** 2015. Disponível em:< <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Serie-CVMComportamental/CVMComportamental-Vol1-ViesesInvestidor.pdf> >. Acesso em 20 nov. 2019.
- FERREIRA, M, R, V. **A cabeça do investidor: conheça suas emoções para investir melhor.** 1 ed. São Paulo: Évora, 2011.
- FERREIRA, M, R, V. **Psicologia Econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão.** 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- FRANCESCHINI, C. **Economia Comportamental e Experimental por pesquisadores brasileiros.** In: ÀVILA, F; BIANCHI, A. M. (Org). **Guia de economia comportamental e experimental.** Tradução de Laura Teixeira Motta. São Paulo: EconomiaComportamental.org, 2015.
- GOULART, M, A, O, V. **Finanças comportamentais: influências de variáveis psicofisiológicas na tomada de decisão.** 2009. Disponível em:< <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/93151/268239.pdf?sequence=1>>. Acesso em 30 nov. 2019.
- KAHNEMAN, D. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar.** 1 ed. Rio de Janeiro: objetiva, 2012.
- KIMURA, H. Aspectos Comportamentais Associados Às Reações do Mercado de Capitais. *RAE - eletrônica*, v. 2, n. 1, janeiro-junho, 2003. Disponível em:<

<https://rae.fgv.br/rae-eletronica/vol2-num1-2003/aspectos-comportamentais-associados-reacoes-mercado-capitais>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

LOBÃO, J. **Finanças Comportamentais**: quando a Economia encontra a Psicologia. 1 ed. São Paulo: Actual, 2012.

INVISTA COM A RICO. **Rico**. 2018. Disponível em:<
<https://www.rico.com.vc/investimentos/>>. Acesso em 14 dez. 2020.

ROCHA, F, A; ROCHA, T, F. **Neuroeconomia e processo decisório**. 1 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2011.

SAUER, Paula. **Heurísticas e vieses comportamentais em decisões financeiras pessoais**: um estudo com profissionais da comunidade médica. 2016. Disponível em:<
<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/19866/4/Paula%20Sauer.pdf>>. Acesso em 15 dez. 2020.

SILVÉRIO, Bruna. **Mercado financeiro brasileiro**: foco nos financiamentos a exportação das linhas BNDES-EXIM. 2009. Disponível em:<
https://www.univali.br/Lists/TrabalhosGraduacao/Attachments/677/bruna_silverio.pdf>. Acesso em 14 dez. 2020.

TEMPEL, F. **Descomplicando investimentos**. 1 ed. São Paulo: primavera, 2017.

THALER, R, H; SUNSTEIN, C, R. **Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade**. 1 ed. Rio de Janeiro, 2019.

THALER, R. **Misbehaving**: a construção da economia comportamental. 1 ed. Rio de Janeiro: intrínseca, 2019.

TOMASLLI, T, R. **A psicologia do mercado de ações**: um estudo sobre as representações sociais das oscilações dos preços para os investidores da Bovespa. 2005. Disponível em:<
<http://newpsi.bvs-psi.org.br/tcc/45.pdf>>. Acesso em 30 nov. 2019.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. **Julgamento sob incerteza**: heurísticas e vieses. Rápido e Devagar: duas maneiras de pensar. Science, vol. 185, p. 524-538, 1974.