

SOBRE FINANÇAS E COMPORTAMENTOS

Henri Siro Evrard¹

As finanças comportamentais se propõem a estudar os desvios de racionalidade, levando investidores a decisões e ações enviesadas, originadas pela influência tanto das emoções quanto das distorções do processo cognitivo. Pode-se dizer que finanças comportamentais é a linha de pesquisa que estuda as tendências de comportamento dos investidores que não possuem a justificativa para a sua ação no âmbito puramente racional. Neste sentido, as finanças comportamentais entendem que o ser humano, ao contrário do modelo clássico, não se trata de um indivíduo que toma as decisões orientado pela maximização utilitarista das suas decisões, mas de um indivíduo que é permeado por interferências em diversos sentidos da sua capacidade de projetar e, principalmente, de agir orientado para a maximização utilitária. As finanças comportamentais compreendem que existem tendências gerais e fatores identificáveis que solapam a soberania da racionalidade nas ações dos investidores.

Um dos primeiros estudos que evidenciaram uma propensão a vieses na decisão, devido à influência da aversão ao risco sob a racionalidade, é Maurice Allais (1953). Sua pesquisa evidenciou que as decisões dos indivíduos não são coerentes quando submetidos a situações que envolvem potenciais perdas. O autor fez as seguintes perguntas:

1- Você prefere a situação a) ou b)?

- a. 100% de chance de ganhar 100 milhões;
- b. 10% de chance de ganhar 500 milhões, 89% de chance de ganhar 100 milhões e 1% de chance de não ganhar nada.

2- Você prefere a situação c) ou d)?

- c. 11% de chance de ganhar 100 milhões e 89% de chance de não ganhar nada;
- d. 10% de chance de ganhar 500 milhões e 90% de chance de não ganhar nada.

¹ Mestre em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Professor da Pontifícia Universidade Católica do Paraná e Faculdade Opet

Pelo axioma da teoria clássica, em que a racionalidade não é afetada por questões emocionais, bastaria reconhecer quais os valores monetários mais elevados em cada questão para projetar as respostas mais evidentes. Multiplicando-se as probabilidades, os valores monetários resultantes de cada uma das opções acima é a) 100, b) 139, c) 11 e d) 50. Assim, do ponto de vista de maximização utilitária, o indivíduo teria de escolher a opção b) em detrimento da a), e a opção d) em detrimento da c). Já do ponto de vista de que o indivíduo está em busca da certeza em detrimento do risco, conforme Allais (1953) ao citar os estudos de Savage (1952 apud ALLAIS, 1953), poderia se esperar que os indivíduos poderiam optar pela a) em detrimento a b), por mais que isso envolva uma perda nas possibilidades monetárias, uma vez que na opção a) não existe risco nenhum envolvido. No entanto, Savage (1952 apud ALLAIS, 1953) não reconheceria que na segunda questão poderia existir a preferência da opção d) em detrimento da opção c), por envolver um pouco mais de possibilidade de ganho - 1% - em detrimento de uma grande queda montante na soma total - de 50 para 11. Nos resultados das entrevistas, porém, a maioria das pessoas, na primeira pergunta, preferiu a opção a) em detrimento de b), contrariando as ideias da maximização utilitária, mas corroborando as ideias de Savage (1952); por outro lado, na segunda pergunta, as pessoas optaram pela opção d) em detrimento da c), contrariando completamente as teorias abordadas.

Seguindo os passos de Allais (1953), Kahneman e Thversky (1979) realizaram uma série de experiências que consiste em diversas perguntas com suposições de ganhos e perdas, dos mais variados teores e proporções. Os resultados confirmam, conforme já atestado por Allais (1953), a aversão ao risco por parte dos indivíduos, mesmo que isso, além de contrariar a teoria da maximização utilitária, não implique em certezas de ganho, mas, além disso, os autores atestam diversas categorias de preferências dos indivíduos.

Kahneman e Tversky (1979) evidenciaram que os investidores são levados a decisões não puramente racionais quando são submetidos ao risco, sugerindo a teoria do prospecto, ou *prospect theory*. Os autores confrontam a teoria do utilitarismo esperado, ou *expected utility theory*, em que as pessoas tomariam decisões racionais visando à maximização utilitária da ação. Isto não significa, no entanto, que o utilitarismo visaria, puramente, ganhos econômicos, mas que as pessoas esperariam o maior ganho possível das ações, do ponto de vista do alcance

de seus objetivos. No entanto, os autores contra-argumentam que, apesar dos indivíduos se comportarem desta forma na maior parte do tempo, quando são submetidas ao risco, as decisões são tomadas independente da racionalização utilitária.

Na teoria do prospecto, Kahneman e Tversky (1979) elaboraram como ocorre o processo cognitivo da escolha. Segundo os autores, existem duas fases: a primeira fase é a de “edição”, que tem por função “organizar e reformular as opções de forma a simplificar a posterior avaliação e escolha”. A segunda fase é a “avaliação”, onde ocorre a contagem e a suposta racionalização dos valores envolvidos. Os autores auferem, na teoria do prospecto, diversos aspectos que podem implicar em uma distorção da racionalidade pura em ambas as fases do processo cognitivo.

Com o desenvolvimento das pesquisas das finanças comportamentais, foram identificados diferentes padrões que interferem na ação racional do investidor. Pompian (2012) faz uma compilação de 20 (vinte) diferentes vieses e sua implicação para a gestão financeira. O autor identifica como os “vieses comportamentais” do investidor implicam diretamente na tomada de decisão, e como o indivíduo poderia se comportar para evitar determinados vieses. Apesar de alguns vieses cognitivos serem muito semelhantes e o autor não indicar a relevância de quais possuem maior presença e em qual momento, é interessante a maneira como o autor os dispõe e organiza, e como isso implica em alguns momentos específicos que poderiam estar presentes no dia a dia de um investidor. O autor os divide e organiza em dois grupos, o 1) cognitivo e o 2) emocional, sendo o primeiro ainda dividido em dois subgrupos, o de a) persistência de crenças e o de b) processamento de informação. A organização dos grupos com seus respectivos vieses foi feita conforme disposto abaixo:

Cognitivo: Referem-se às influências que o investidor sofre e que o levam a “equívocos estatísticos, de processamento de informações ou de memória” (POMPIAN, 2012). Estes vieses são os que representam uma distorção do processo cognitivo do investidor. Os 13 (treze) vieses cognitivos são subdivididos, pelo autor, da seguinte forma:

- a. o grupo de persistência de crenças. Referem-se aos vieses que são originados pelo desconforto que uma nova informação vai de encontro com um sistema de crenças já estabelecidas e tendem a contrariar

visões de mundo previamente estabelecidas. Os vieses deste grupo, conforme organizado pelo autor, são:

- i. dissonância cognitiva: os investidores tendem a ignorar informações que são contrárias às suas opiniões já existentes;
 - ii. conservadorismo: os investidores são levados a crer nas informações prévias em detrimento das novas informações, levando-o a não reagir adequadamente sob o novo contexto;
 - iii. confirmação: é uma distorção cognitiva em que o investidor busca e leva como relevantes informações que corroboram com sua opinião já formada em detrimento das informações que a contrariam;
 - iv. representatividade: distorção cognitiva que leva o investidor a acreditar em cenários improváveis por se parecerem comuns, no entanto, estatisticamente possuem a probabilidade de eventos raros;
 - v. ilusão de controle: viés em que o investidor acredita que possui influência sobre um determinado evento, ao qual, na realidade, é completamente independente do investidor, sendo este obra do acaso e/ou aleatoriedade;
 - vi. percepção tardia: viés em que, depois do evento ocorrido, o investidor acredita que já sabia que tal evento iria ocorrer, levando-o ao excesso de autoconfiança.
- b. o grupo de processamento de informações engloba os vieses que levam os investidores a um erro do processamento lógico, orientando-os a ações irracionais ou usando as informações de maneira ilógica. Estes vieses, conforme agrupados por Pompian (2012), são:
- i. contabilidade mental: cunhado por Richard Thaler, o termo significa a tendência do investidor em avaliar, codificar e categorizar quantias financeiras de maneira diferente dependendo da origem dos recursos financeiros;
 - ii. ancoragem e ajustamento: refere-se a um valor que é utilizado como referência pelo investidor, mas que, no entanto, não necessariamente é um valor que possui uma relevância para o objeto ou o contexto em análise;

- iii. divisão: refere-se à tendência dos tomadores de decisões reagirem de maneira diferente conforme o contexto e a situação em que o objeto se apresenta, por mais que este contexto não interfira, necessariamente, na avaliação deste objeto;
- iv. disponibilidade: refere-se à tendência dos investidores em tomarem as decisões com as informações mais fáceis e disponíveis, e acreditarem nos resultados que se parecem mais familiares;
- v. atributos próprios: refere-se à tendência dos indivíduos se considerarem dotados de atributos pessoais inatos, atribuindo a si mesmos talentos naturais que podem levá-lo a confiar excessivamente em sua capacidade;
- vi. resultado: refere-se à tendência em acreditar no histórico passado como uma prospecção garantida do futuro, sem considerar particularidades e idiossincrasias dos casos;
- vii. qualidade do que é recente: é o viés cognitivo que leva o indivíduo a considerar mais relevantes os eventos mais recentes do que eventos passados.

Emocional: Referem-se aos vieses em que a racionalidade é afetada pelas emoções. “Emoções são um estado mental que surge espontaneamente ao invés de esforço consciente” (POMPIAM, 2012). Isto significa que os vieses se referem a sentimentos que levam o tomador de decisões a ações que não estariam fundamentadas adequadamente se fossem analisadas de maneira puramente racional. Estes vieses, conforme agrupados pelo autor, são:

- a. aversão a perdas: fundamentado inicialmente por Kahneman e Tversky (1979), e talvez um dos vieses comportamentais que mais influenciam o comportamento dos investidores na bolsa de valores (GREENSPAM, 2013), se refere à tendência dos indivíduos em sentirem um forte impulso para evitarem perdas, mais do que de obterem ganhos. Pode ser entendida no fato de que os investidores tomam decisões diferentes quando expostos a ganhos do que quando expostos a perdas;
- b. excesso de confiança: apesar de que o excesso de confiança é oriundo do processo cognitivo de supervalorizar as informações e habilidades individuais, a derivação do processo cognitivo é um sentimento de

- autoconfiança exagerada, capaz de levar o investidor a assumir riscos excessivamente;
- c. autocontrole: o processo de racionalização do investidor reside no longo prazo, no entanto, sua reação e comportamento levam em conta os resultados de seus investimentos de curto prazo;
 - d. status quo: é o viés emocional que leva ao tomador de decisões não agir de uma forma que implique em muitas mudanças, por mais que isso signifique a ação com maior sentido do ponto de vista racional;
 - e. dote: é o viés que leva o investidor a considerar diferentes valores para os bens que possui do que para os bens que não possui;
 - f. aversão a arrependimento: é a tendência do indivíduo em permanecer sem ação por temer o erro da tomada de decisões, mesmo que, de forma racional, considere que o sensato é agir;
 - g. afinidade: é o viés que leva o indivíduo a investir em empresas que possui simpatia ao invés de empresas que possuem maior potencial de rentabilidade. Esta tendência também pode ser entendida como a inclinação do tomador de decisões em investir em ativos próximos de sua localidade.

Ritter (2003), ao realizar um resumo sobre o desenvolvimento dos estudos de finanças comportamentais, explica que as pesquisas se dividem em duas linhas. A que procura compreender os vieses dos investidores, e nesse sentido engloba tanto os vieses cognitivos quanto os emocionais já citados anteriormente. A segunda linha de pesquisa refere-se aos limites da arbitragem, ou seja, “se refere a prever em quais circunstâncias as forças de arbitragem serão efetivas, e quando não serão” (RITTER, 2003, p. 430). Isso significa que a segunda linha de pesquisa das finanças comportamentais procura compreender quais as circunstâncias de mercado permitem que, efetivamente, se obtenha ganhos adicionais por identificar padrões de comportamento conforme os analisados nas finanças comportamentais.

O autor ainda salienta que dentro da linha de pesquisa dos limites da arbitragem, existem dois tipos de “erros de precificação”. O primeiro está ligado às distorções de curto prazo, que são recorrentes e passíveis de arbitragem. Por não se tratarem de distorções de proporções muito grandes, a ação por parte dos “arbitradores”, ou seja, dos investidores que procuram identificar e aproveitar as oportunidades geradas com as distorções, acabam por corrigir o preço dos ativos,

limitando o tamanho dessas distorções. Assim, este primeiro tipo de “erro de precificação” seria uma fonte para a realização de estratégias de investimentos que possam superar a performance de mercado. Já o segundo tipo de “erro de precificação” é aquele de longo prazo, que envolve uma distorção maior e mais generalizada, de forma tal que não seriam possíveis de serem identificados os picos e os vales deste tipo de distorção até que ele tenha passado (RITTER, 2003).

David e Hirshleifer (2012) procuraram investigar qual o comportamento dos investimentos em relação à performance passada dos ativos. Os autores encontraram que a predisposição do indivíduo em vender os ativos após o preço de compra possui um formato de “V”. Isso significa que à medida que o ativo amplia a performance, seja para o lado positivo ou negativo, aumenta-se as preferências do indivíduo em se desfazer do ativo. A tendência de comportamento de que existe preferência em vender os ativos que estão ganhando do que os ativos que estão perdendo não explica esse padrão visto no trabalho dos autores. Os autores atestam que, curiosamente, em sua amostra não existiu uma maior inclinação em se vender ativos que estão ganhando em relação a ativos que estão perdendo. Assim, os autores sugerem que ainda existem trabalhos a serem feitos para compreender o que orienta as ações dos investidores em relação às perdas e ganhos passados.

Referências

- ALLAIS, M. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine. **Econometrica**. Vol. 21, n. 4, p. 503-546, 1953.
- DAVID, I. B.; HIRSHLEIFER, D. Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. **The Review of Financial Studies**. V. 25, n. 8, 2012.
- GREENSPAN, Alan. **O mapa e o território:** risco, natureza humana e o futuro das previsões. São Paulo: Portfolio-Pengui, 2013.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-292, 1979.
- POMPIAN, Michael M. **Behavioral finance and wealth management:** how to build investment strategies that account for investor biases. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2012.
- RITTER, J. R. Behavioral finance. **Pacific-Basin Finance Journal**. Vol. 11, p. 429-437, 2003.