

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ALEXANDRE EUGENIO PIESKE

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR PESSOA FÍSICA,
USUÁRIO DO SISTEMA DE *HOMEBROKER*,
NO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO**

Monografia apresentada para obtenção do título de Especialista em Marketing Empresarial pelo curso de Pós-Graduação em Marketing Empresarial, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Barbosa

**CURITIBA
2005**

Para Carolina Bittencourt e

Abrão Cury Neto

AGRADECIMENTOS

Nosso sincero obrigado a todas as pessoas que tornaram possível a realização deste trabalho. Em especial:

- Prof. Dr. Antonio Barbosa pela ajuda e paciência;*
- Prof. Dr. Romeu Telma por ter aceito a prorrogação da entrega desta monografia;*
- Angélica e Aline pela atenção e simpatia na prestação de informações e resolução de dúvidas administrativas;*
- Cristine Pieske pelo incentivo;*
- Membros dos grupos Equipe de Investimento e Saldo Positivo, que responderam a pesquisa em tempo recorde;*
- Tiyomi Nakaba pelo apoio na estruturação da pesquisa.*

*“There ain’t no such thing
as a free lunch.”*

Robert A. Heinlein

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	7
RESUMO	8
1 INTRODUÇÃO	9
2 MERCADO E COMPORTAMENTO DO CONSUMIDOR	11
2.1 PROCESSO DE COMPRA	12
2.1.1 Reconhecimento do Problema	13
2.1.2 Busca de Informações	14
2.1.3 Avaliação das Alternativas	15
2.1.4 Decisão de Compra	16
2.1.5 Pós-compra	18
2.2 FATORES QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE COMPRA	19
2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	23
3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS	25
3.1 MERCADOS EFICIENTES E EXPECTATIVAS RACIONAIS	25
3.2 TEORIA DE UTILIDADE CARDINAL E TEORIA PROSPECTIVA	26
3.3 O SURGIMENTO DAS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS	28
3.4 OS FUNDAMENTOS DO COMPORTAMENTO NÃO-RACIONAL	29
3.5 FALHAS COGNITIVAS	30
3.6 FANTASIAS QUE ACOMETEM OS INVESTIDORES	35
3.6.1 Mito do Cérebro	36
3.6.2 Mito da Subcapitalização	36
3.6.3 Mito do Piloto Automático	37
3.6.4 Culto da Personalidade	38
3.7 VICIADOS EM INVESTIMENTOS	38
3.7.1 Perdedores Anônimos	39
3.7.2 Compulsão pelos Mercados	39
3.7.3 No Buraco	40
3.7.4 O Fundo do Poço	40
3.7.5 O Primeiro Passo	41
3.8 PSICOLOGIA DA MASSA	41
3.8.1 Mentalidade de Manada	42
3.9 BOLHAS ESPECULATIVAS	43
3.9.1 Tulipomania	44
3.9.2 Banque Royale	45
3.9.3 South Sea Company	46
3.10 CONSIDERAÇÕES FINAIS	47
4 TENTATIVAS DE ORDENAR O CAOS	48
4.1 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	48
4.2 ANÁLISE TÉCNICA	50
4.2.1 A Teoria de Dow	52
4.2.2 Críticas à Teoria de Dow	56
4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
5 PRÁTICA DOS INVESTIDORES	59
5.1 METODOLOGIAS E OPINIÕES DOS MAIORES INVESTIDORES AMERICANOS	59

5.2 ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO	70
5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
6 PESQUISA	73
6.1 TÍTULO	73
6.2 OBJETIVOS	73
6.3 PÚBLICO-ALVO	74
6.4 METODOLOGIA DE PESQUISA	74
6.5 HIPÓTESES DA PESQUISA	75
6.6 RESULTADOS DA PESQUISA	76
6.7 ANÁLISE E CONCLUSÕES	82
7 CONCLUSÃO	84
REFERÊNCIAS	87
ANEXO	89

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Hierarquia das necessidades de Maslow	21
Gráfico 1 – Tipo de investidor em ações.....	76
Gráfico 2 – Perfil do investidor	77
Gráfico 3 – Motivos que incentivam o investimento em ações	77
Gráfico 4 – Pretensão de ganho em relação a outras operações	78
Gráfico 5 – Utilização de sistema de gerenciamento de risco	78
Gráfico 6 – Frequência que consegue acompanhar a movimentação de seus investimentos	79
Gráfico 7 – Tipos de informação utilizados para realizar os investimentos.....	79
Gráfico 8 – Influência da mídia nas decisões de investimento.....	80
Gráfico 9 – Sentimentos que surgem no momento de compra e de venda no sistema de <i>homebroker</i>	80
Gráfico 10 – Percepção de já ter se “casado” com alguma ação	81
Gráfico 11 – Insucesso na tentativa de deixar de operar por determinado período	81
Gráfico 12 – Sensações físicas (ou emocionais) presentes quando do acompanhamento do mercado	82

RESUMO

Apesar da alta tecnologia empregada no mercado de capitais, o elemento central das decisões continua sendo o ser humano. Assim, nosso objeto de estudo é o comportamento do investidor. O objetivo é investigar as motivações e emoções envolvidas no processo de compra e venda de ações. Com o suporte do referencial teórico-empírico do comportamento do consumidor e das finanças comportamentais, percebemos que os modelos que pressupõe a eficiência dos mercados mostram-se deficientes para explicar o comportamento dos investidores, o qual apresenta falhas cognitivas importantes. Na continuidade do trabalho, foi realizada uma pesquisa com o investidor pessoa física brasileiro usuário do sistema de *homebroker*, que apontou que as decisões desse público são realizadas sem um critério racional claro. O investidor parte de sua visão e expectativa do mercado, utilizando instrumentos de análise que contêm forte componente subjetivo.

Palavras-chave: comportamento de consumidor – finanças comportamentais – mercado de capitais

1 INTRODUÇÃO

A presente monografia tem como objeto o estudo acerca do comportamento do investidor pessoa física no mercado de ações brasileiro. Mais especificamente, o usuário do sistema *homebroker*, ou seja, investidores que realizam a compra ou venda de ações por meio da Internet.

Segundo Solomon (2002), uma das informações necessárias para a elaboração de estratégias de segmentação de mercado e o posterior posicionamento do produto é o processo de tomada de decisão do consumidor. Este processo visa explicar como uma pessoa qualquer decide tornar-se consumidora de um determinado tipo de produto ou serviço. Este processo foi estudado com um foco bastante racional, porém variáveis afetivas, sociais (contexto social) e de ambiente físico têm sido inseridas nos atuais modelos para melhor predizerem o comportamento de compra do consumidor.

Nesse contexto, o principal objetivo do trabalho é desenvolver uma análise teórico-conceitual sobre o comportamento do investidor pessoa física brasileiro, investigando suas principais motivações para a compra ou venda de uma ação em determinado momento.

Para isso, será realizada uma pesquisa teórico-empírica sobre as principais linhas de pensamento nessa área de estudo, traçando um panorama sobre como o homem lida com a incerteza nas decisões de investimentos no mercado de capitais.

Nessa segunda fase, sob a perspectiva da análise do comportamento do consumidor e das finanças comportamentais, pretende-se analisar os fatores que influenciam o processo de decisão do investidor e, mais especificamente, os

paradigmas de racionalidade e as emoções que estão em jogo durante o processo de decisão do investidor.

A metodologia aplicada na realização desta monografia foi basicamente a elaboração de um referencial teórico, por meio de levantamento bibliográfico em fontes primárias e secundárias.

Além disso, a fim de complementar a nossa análise teórico-empírica sobre o investidor brasileiro de renda variável, decidimos realizar uma pesquisa quantitativa descritiva com usuários brasileiros do sistema de *homebroker* pessoas físicas. O público-alvo da pesquisa foi composto pelos participantes de grupos de discussão sobre investimento na Internet.

2 MERCADO E COMPORTAMENTO DO CONSUMIDOR

Segundo Kotler (2000, p. 237), mercado pode ser definido como o conjunto de "todos os consumidores potenciais que compartilham de uma necessidade ou desejo específico, dispostos e habilitados para fazer uma troca que satisfaça essa necessidade ou desejo". Assim, para entendermos o funcionamento do mercado, ou de um segmento específico deste, parece ser relevante primeiro compreendermos o consumidor que atua neste mercado ou segmento.

Para Kotler, o estudo do consumidor fornece às empresas, informações para o desenvolvimento de novos produtos, características, canais e outros elementos do composto de marketing. O autor afirma ainda que o papel do profissional de marketing é entender o que acontece na consciência do comprador, entre a chegada de estímulos externos e a sua decisão de compra.

Schiffman e Kanuk (2000, p. 5), aprofundam esse conceito e afirmam que o comportamento do consumidor estuda

como os indivíduos tomam decisões de gastar seus recursos disponíveis (tempo, dinheiro, esforço) em itens relacionados ao consumo. O comportamento do consumidor engloba o estudo do que compram, por que compram, quando compram, onde compram, com que frequência compram e com que frequência usam o que compram.

Sheth, Mittal e Newman (2001, p. 29), colocam que o "comportamento do cliente é definido como as atividades físicas e mentais realizadas por clientes de bens de consumo e industriais que resultam em decisões e ações, como comprar e utilizar produtos e serviços, bem como pagar por eles". Para os autores, o estudo do

comportamento do consumidor fornece maiores conhecimentos para melhores decisões empresariais.

Portanto, estudar o comportamento do consumidor abre portas para compreender os motivos pelos quais consumidores são fiéis a uma determinada marca ao invés de outra. É preciso conhecer sua percepção individual, suas motivações, as questões culturais e sociais que influenciam e até que ponto essas variáveis interferem na sua decisão final de compra.

2.1 PROCESSO DE COMPRA

Decisões de compra fazem parte do cotidiano. Algumas são simples e não requerem muita pesquisa, como comprar pão e leite. Constatamos a necessidade e partimos para a compra. Porém, outras decisões envolvem maiores riscos (financeiros, emocionais ou sociais) e normalmente levam a comportamentos mais complexos na tomada de decisão. A compra de um apartamento, de um carro ou de um artigo de luxo não são feitos antes de alguma reflexão.

De acordo com Boone e Kurtz (1998), o comportamento do consumidor pode ser visto como um processo de decisão, cujo ato de compra é apenas um dos elementos. Por isso, para compreendermos o comportamento do consumidor é necessário conhecermos com mais detalhe as etapas envolvidas.

2.1.1 Reconhecimento do Problema

Segundo Churchill (2000), o processo pelo qual os consumidores adquirem produtos e serviços tem início com o reconhecimento de uma necessidade. O consumidor reconhece um problema a ser resolvido ou necessidade a ser satisfeita, sendo provocadas por estímulos externos (convite a um evento, comercial de TV) e internos (felicidade, fome, insegurança) (KOTLER, 2000).

Deste modo, Engel (2000), define o reconhecimento de necessidade como a percepção de uma diferença entre o estado desejado de coisas e a situação real que seja suficiente para despertar e ativar o processo decisório. Para ele, o reconhecimento de necessidade depende essencialmente de quanta discrepância há entre a situação atual do consumidor e a situação em que deseja estar.

Kotler (1994) mostra que essa etapa pode ser desempenhada por uma ou mais pessoas no processo que levará à compra de um produto.

- a) Iniciador: a pessoa que lançará a idéia de compra e desencadeará o processo;
- b) Influenciador: alguém que, consciente ou inconscientemente, influi no processo de escolha, seja indicando alternativas ou escolhendo a época da compra;
- c) Decisor: aquele que decide as principais escolhas de uma compra, o que vai ser comprado, quanto vai ser gasto, quando vai ser comprado, entre outros;
- d) Comprador: quem vai efetivamente fechar o ato da compra;
- e) Usuário: quem vai usar o produto.

É importante lembrarmos que o reconhecimento do problema pode ser barrado por alguma impossibilidade (financeira, pessoal, social, etc.) que determina o fim do processo. Porém, se existem condições para sua realização, passa-se à etapa seguinte.

2.1.2 Busca de Informações

Uma vez que ocorre o reconhecimento do problema, o consumidor ocupa-se da busca para satisfazer sua necessidade. Engel (2000) a conceitua como ativação motivada do conhecimento na memória ou da aquisição de informação do ambiente. Esta busca pode ser de natureza interna, que envolve a recuperação de conhecimento da memória, ou externa, que consiste em coletar informações do mercado.

Para Mowen (2000), a busca interna é vista como um processo de duas etapas, onde na primeira etapa o consumidor recupera da memória permanente aqueles produtos e marca que conhece, que é um conjunto de lembrança cuja definição se dá como um subconjunto de todo o universo de marcas e produtos potencialmente disponíveis.

Na busca externa, ocorre o tipo básico de informações procuradas, que podem ser:

1. marcas alternativas disponíveis;
2. critérios de avaliação por meio dos quais marcas comparar;
3. importância de vários critérios de avaliação; e

4. informações sobre as quais crenças formar: atributos das marcas e benefícios que vários atributos proporcionam (MOWEN, 2002).

De acordo com a visão Boone e Kurtz (1998), a busca de informações reúne dados que são ligadas as consecuições de um estado desejado, podendo ser obtidas por meio de várias fontes de informações. Essas informações podem ser pessoais (família, vizinho), comerciais (propaganda, vendedores), públicas (comunicação de massa) e experimentais (manuseio, uso do produto). A quantidade relativa e a influência dessas informações variam de acordo com a categoria de produtos e as características do comprador (KOTLER, 2000).

2.1.3 Avaliação das Alternativas

Com base nas informações coletadas, os consumidores avaliam as maneiras de satisfazer suas necessidades (CHURCHILL, 2000). Isso envolve a decisão de quais características são importantes e da identificação de qual dessas características cada alternativa oferece.

Kotler (2000), coloca ainda que para entender o processo de avaliação das alternativas é necessário: ter em mente que o consumidor está procurando satisfazer uma necessidade. Dessa forma, os consumidores já têm guardados em sua memória crenças sobre o desempenho das alternativas de escolha que estão sendo consideradas. Essa habilidade de recuperar essa informação pode afetar a alternativa que será escolhida no final, embora, os consumidores que não têm tal

conhecimento armazenado precisam basear-se em informação externa para formar crenças sobre o desempenho de uma determinada alternativa (ENGEL, 2000).

2.1.4 Decisão de Compra

Após o consumidor ter avaliado as alternativas, ele realiza a compra. Segundo Czinkota (2001, p. 157), existem três etapas de ações envolvidas: identificação da escolha, intenção de compra e implementação da compra. Nesse momento o consumidor pode agir rapidamente, em especial se o produto estiver em promoção, desistir da compra se não identificar suas necessidades atendidas ou ainda adiar a compra em função de uma possível economia (CHURCHILL, 2000).

Kotler (2000), ressalta que o processo de adiar ou rejeitar a compra é influenciada pelo risco percebido, que pode variar de acordo com o montante de dinheiro envolvido, o nível de incerteza quanto aos atributos e o nível de autoconfiança do consumidor.

Para Mowen (2002), o processo de decisão difere em função dos consumidores usarem uma abordagem de alto envolvimento ou de baixo envolvimento. A maneira de fazer a escolha é fortemente influenciada pelo seu processo de decisão. Nas escolhas de alto envolvimento, o consumidor analisa cada alternativa de uma maneira amplamente avaliadora de modo que os bons indicadores podem compensar os baixos indicadores de um atributo (MOWEN, 2002). Já nas escolhas de baixo envolvimento, o consumidor não está preocupado em alcançar decisões perfeitas, mas sim deseja tomar uma decisão satisfatória. Por

outro lado, a perspectiva de escolha experimental é vista como resultado do modo como o consumidor considera seus sentimentos relativos às alternativas, assim, coloca-se pouca ênfase no desenvolvimento de crenças sobre atributos, conseqüentemente a compra é feita como pouquíssimo controle cognitivo e parece acontecer de maneira automática (MOWEN, 2002).

Como o objeto de análise deste trabalho é o comportamento do investidor em renda variável pessoa física brasileiro, produto que possui um claro fator de risco face à volatilidade do mercado, detalharemos a seguir os elementos de uma escolha de alto envolvimento.

Segundo Foxall (1994), o comportamento de compra de alto envolvimento é determinado pela maneira como a informação é pensada e processada pelo consumidor, que segue basicamente os seguintes passos:

- a) o consumidor recebe as informações do seu meio ambiente, por meio de vários canais;
- b) interpreta as informações recebidas de acordo com a sua experiência, opinião, classe social e características pessoais;
- c) procura por mais informações para melhor processar a sua necessidade ou desejo;
- d) avalia as várias alternativas de marcas e produtos disponíveis para satisfazer suas necessidade ou desejos;
- e) desenvolve atitudes, crenças e intenções que irão determinar se o ato da compra será concretizado e qual será a alternativa escolhida;
- f) age sobre as convicções e crenças internas para compra e uso dos produtos e marcas;

- g) reavalia as suas atitudes e intenções na ótica da satisfação produzida pelo consumo do produto;
- h) realiza um histórico das novas atitudes e intenções na mente para futura referência.

2.1.5 Pós-compra

Segundo Kotler (2000), o trabalho do profissional de marketing não é finalizado quando o produto é comprado. Ele deve monitorar a satisfação, as ações e a utilização em relação ao produto depois de efetuada a compra. A satisfação do consumidor é derivada da proximidade entre as expectativas do comprador e o desempenho percebido do produto. Uma vez satisfeito haverá uma probabilidade maior de voltar a comprá-lo.

De acordo com Mowen (2002), o processo de pós-compra abrange cinco estágios: 1. Uso ou consumo do produto; 2. Satisfação ou insatisfação do consumidor; 3. Comportamento de reclamação do consumidor; 4. Disposição de produtos e; 5. Formação de fidelidade à marca. Ocorrendo a satisfação formam-se a concepção das fidelidades à marca e a intenção de compra futura. Caso contrário, ocorrerá o comportamento de reclamação.

A satisfação, segundo Engel (2000), é a avaliação pós-consumo de que uma alternativa escolhida ao menos atende à expectativa. Já para Solomon (2002), a satisfação ou insatisfação do consumidor é determinada pelas sensações gerais em relação a um produto depois de comprá-lo.

Quanto ao comportamento de reclamação do consumidor, Mowen (2002) fala que ele abrange todas as ações que os consumidores tomam quando estão insatisfeitos com uma compra. Engel (2000), ressalva que quando o consumidor atinge um estado de insatisfação pode assumir três formas diferentes: reage com respostas verbais, por meio de uma reparação com as vendedoras, reage com respostas particulares, normalmente conhecido como boca-a-boca negativo e reage com respostas de terceiros, com tramitação de processos legais.

Para Mowen (2002), no quarto estágio do processo de pós-compra, o consumidor tem como alternativas: 1. Mantê-lo; 2. Livrar-se dele permanentemente; e 3. Livrar-se dele por algum tempo.

O último estágio, de fidelidade à marca, está intimamente ligado à satisfação do consumidor e ao seu comportamento de reclamação, cuja definição é o grau em que um consumidor mantém uma atitude positiva em relação à marca. Essa fidelidade é diretamente influenciada pela satisfação ou insatisfação acumulada ao longo do tempo (MOWEN, 2002).

2.2 FATORES QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE COMPRA

De acordo com Kotler (1994), fatores externos (culturais e sociais) e internos (pessoais e psicológicos) influenciam o processo de escolha do consumidor:

Os fatores culturais são a cultura, subcultura e classe social à qual pertence o consumidor. Hábitos culturais exercem influência sobre os usos e costumes das pessoas e podem determinar, por exemplo, a preferência por determinado tipo de

investimento, como imóveis. Já a classe social pode ser determinante na escolha de um tipo específico de investimento, por exemplo, imóveis de quatro dormitórios em um bairro nobre.

Os fatores sociais, como os grupos de referência, a família e os papéis sociais, exercem um papel importante no processo de decisão. Os grupos de referência, como a família de origem (os pais) e a de procriação (marido/mulher e filhos) influenciam a decisão que deverá ser tomada. Os grupos de referência, como parentes, amigos e colegas também influenciam a tomada de decisão.

Fatores pessoais do comprador também exercem a sua influência, pois idade, condições econômicas, profissão e estilo de vida determinam segmentos de mercado. As pesquisas sobre o comportamento de compra do consumidor têm estudado três tipos de conceitos próprios:

- a) imagem atual, ou como consumidor sente e pensa a seu próprio respeito, como ele se descreve;
- b) imagem ideal, ou seja, como o consumidor gostaria de ser, suas aspirações como pessoa, e
- c) conceito social, ou como o consumidor gostaria de ser visto pelo meio social (FOXALL, 1994).

Fatores psicológicos individuais do comprador, suas motivações, percepções, crenças e aprendizagem, exercerão o papel de filtros no momento da tomada de decisão. A motivação para preencher uma necessidade é um dos principais impulsionadores do ato da compra.

Vários autores (SOLOMON, 2002; SCHIFFMAN E KANUK, 2000), apresentam a Teoria de Maslow, que coloca que o comportamento humano é

motivado por necessidades e apresentam-se numa hierarquia de importância, conforme apresentado na figura 1.



Figura 1 – Hierarquia das necessidades de Maslow
Fonte: adaptado de Solomon (2002, p. 100).

Maslow apresenta uma hierarquia das necessidades, sob a forma de pirâmide, cuja satisfação motiva os indivíduos a buscarem o nível seguinte até o último estágio que seria denominado “auto-realização”.

A base da pirâmide é ocupada pelas necessidades chamadas de fisiológicas, aquelas relacionadas às necessidades mais básicas do indivíduo. São necessidades biológicas como a fome, a sede e o sono. São as mais prementes e dominam o comportamento quando não se encontram satisfeitas. Uma pessoa dominada por esta necessidade tende a perceber apenas aqueles estímulos que visam satisfazê-la, sua visão de presente e futuro fica limitada e determinada por tal necessidade.

O segundo estágio diz respeito às necessidades de segurança. Elas surgem na medida em que as fisiológicas estejam razoavelmente satisfeitas. Levam as

peças a buscarem proteção e abrigo de qualquer ameaça, seja real ou imaginária, física ou abstrata.

Na continuidade desse processo, surgem as necessidades de amor, afeição e participação, as necessidades de associação, como ele a classificou. Segundo Maslow, esta se refere à necessidade de afeto das pessoas que consideramos (cônjuge, filhos, amigos).

A hierarquia das necessidades de Maslow é completada com as necessidades do ego e da auto-realização. As necessidades do ego dizem respeito às necessidades ou desejos das pessoas de reconhecimento social, prestígio e *status*. A satisfação desta, gera sentimentos de confiança, de valor, de capacidade e sentimento de utilidade. Quando não saciadas geram sentimentos de inferioridade, fraqueza e desamparo. Já as necessidades de auto-realização são necessidades de crescimento e revelam uma tendência de todo ser humano em realizar de forma plena o seu potencial. O aparecimento destas, supõe que as anteriores estejam razoavelmente satisfeitas.

Solomon (2002, p. 100) adverte sobre algumas limitações da teoria de Maslow e ressalta que sua aplicação tem sido utilizada de forma simplista pelos profissionais de marketing. Um produto pode satisfazer várias necessidades diferentes ao mesmo tempo. Uma pessoa que cultiva uma horta, por exemplo, pode suprir uma necessidade fisiológica (a de alimento), bem como uma necessidade de auto-realização, como a sensação de paz que aquela atividade lhe proporciona. Outra questão apontada pelo autor é que a hierarquia das necessidades é influenciada pela cultura. Em uma sociedade oriental, a necessidade de associação, de pertencer a um grupo, é mais forte do que as necessidades do ego e de auto-realização.

“A lição básica da hierarquia de Maslow é a de que devemos primeiro satisfazer as necessidades básicas antes de avançarmos um degrau” (SOLOMON, 2002, p. 100).

2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo foi relatado o levantamento bibliográfico realizado sobre os processos que estudam o comportamento de compra do consumidor. Fica evidenciado que o conhecimento das necessidades dos clientes é um grande diferencial competitivo para as empresas. Este estreitamento com o cliente deve fazer parte do planejamento estratégico de uma empresa que busque aprimorar a qualidade de seus produtos.

O produto investimento em renda variável, mais especificamente ações, possui características que costumam gerar no consumidor, principalmente a pessoa física, um comportamento de compra bastante complexo, de alto envolvimento, pois se trata de um produto com características muito particulares. Ao adquirir uma ação, o consumidor espera que esta se valorize ao longo do tempo, momento no qual ele irá se desfazer desta, realizando o lucro. Tal fato, provoca que ele tenha uma percepção de valor muito clara da ação, uma vez que pode monitorar seu preço de compra e venda no mercado de forma contínua e transparente.

Além disso, a sua aquisição pode acarretar custos psicológicos ao comprador de difícil mensuração, como, por exemplo, a percepção de diferenças entre a sua escolha e a do seu grupo de influência (família ou amigos, especialistas

financeiros e o mercado como um todo). Alguns trabalhos têm evidenciado a importância do estudo da percepção dos clientes a respeito de variados aspectos do produto que vão comprar, ressaltando que a visão do cliente pode ser diferente da percepção dos outros intervenientes no processo de produção.

O próximo capítulo versa justamente sobre isso, apresentando um levantamento bibliográfico sobre finanças comportamentais, área do conhecimento que, segundo Milanez (2003) estuda como a combinação de conceitos econômicos, sociológicos e psicológicos pode explicar porque os agentes econômicos apresentam limitações ao exercício da plena racionalidade.

3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Antes de explorarmos o modelo de comportamento dos agentes econômicos proposto pelas finanças comportamentais, faz-se necessário discorrer, ainda que de forma panorâmica, sobre a hipótese de mercados eficientes, paradigma que as finanças comportamentais questionam.

3.1 MERCADOS EFICIENTES E EXPECTATIVAS RACIONAIS

Conforme Lintz (2004), a hipótese de mercados eficientes constitui um elemento fundamental para a consolidação da chamada teoria clássica de finanças. O autor mostra que a hipótese está presente em grande parte dos trabalhos desenvolvidos ao longo do século 20. O pressuposto básico desses trabalhos é a convicção de que os mercados são, em última análise, eficientes, isto é, os agentes econômicos que os constituem tomam decisões de investimento racionais e estão aptos a processar de maneira perfeita todas as informações disponíveis.

A hipótese de mercados eficientes pressupõe, também segundo Lintz, que exista: 1) competição perfeita: um suficiente número de participantes, o que implica que nenhuma ação individual pode afetar significativamente os preços; 2) expectativas homogêneas e racionalidade: os operadores são totalmente informados e têm acesso igualitário aos mercados; e 3) ausência de fricções: os ativos são homogêneos, divisíveis e não há custos transacionais.

3.2 TEORIA DE UTILIDADE CARDINAL E TEORIA PROSPECTIVA

Em paralelo a essa linha principal de pesquisa, outra se desenvolveu. As origens das teorias econômicas que questionam a racionalidade apregoada pela teoria clássica de finanças remontam o início do século 18, derivadas de estudos da psicologia das preferências, como o de Bernoulli (1738), que demonstraram que a satisfação ou utilidade gerada por um pequeno aumento de riqueza tende a ser inversamente proporcional à quantidade de bens previamente adquirida.

Bernstein (1997) diz que com essa afirmação, Bernoulli conseguiu explicar porque o Rei Midas, mesmo podendo transformar tudo em ouro, era infeliz; porque os preços tendem a cair quando os produtores passam a produzir mais; e, principalmente, porque as pessoas tendem a ter aversão ao risco. Desde então, essa linha, chamada de utilitariana, mostrou-se importante em diversos campos do conhecimento.

Bernstein comenta um aprofundamento no conceito de utilidade realizada por Von Neumann e Morgenstern (1944), com o trabalho *Theory of Games and Economic Behavior*. A teoria, denominada teoria da utilidade cardinal, atribui um índice para a utilidade com o propósito de prever, em situação de jogo, qual alternativa um indivíduo escolheria dentre os diferentes riscos, assumindo a hipótese básica que ele irá buscar maximizar sua própria função de utilidade.

Mas o ponto-chave no desenvolvimento dessa linha de pensamento foi a pesquisa realizada por Daniel Kahneman e Amos Tversky (1979). Eles, como comenta Lintz, perceberam que as escolhas, em situações envolvendo incerteza, mostram efeitos psicológicos que precisam ser analisados, não se podendo limitar a

análise apenas na premissa da aversão ao risco, como pressupõe a teoria da utilidade cardinal de Von Neumann e Morgenstern.

Há casos em que a tomada de decisão se mostra, ao invés de aversa ao risco, propensa a este. Um exemplo apresentado pelos autores é de quando a decisão envolve perdas ao invés de ganhos, as pessoas freqüentemente mostram-se desejosas pelo risco. Este estudo foi denominado de teoria prospectiva.

Lintz continua sua análise apontando que uma das diferenças básicas entre as teorias de Von Neumann e Morgenstern e Kahneman e Tversky é que a teoria da utilidade cardinal associa as decisões de investidores a um determinado nível absoluto de riqueza, enquanto a teoria prospectiva se baseia na variação de riqueza. A teoria apresentada por Kahneman e Tversky mostra-se empiricamente mais coerente com o processo de decisão real adotado pelos indivíduos, pois estes se mostram mais sensíveis às variações da riqueza do que ao seu nível absoluto.

Para colocar à prova os erros cognitivos descritos por Kahneman e Tversky, Lintz e Renyi (1998) realizaram testes empíricos com uma amostra de administradores de recursos de terceiros. Conforme era previsto pela teoria prospectiva, decisões inconsistentes com o esperado pela teoria clássica de finanças foram evidenciadas. Lintz e Renyi verificaram que, em situações de perda, uma proporção não desprezível de administradores de recursos de terceiros realmente se tornava mais propensa ao risco.

Esse comportamento, que sob a ótica da teoria clássica pode ser considerado irracional, tem impacto significativo nos mercados. A compreensão desses efeitos psicológicos apresentados pelos indivíduos e a sua incorporação nos modelos teóricos mostram-se fundamentais para o aprimoramento da teoria

econômica e financeira e fez surgir uma nova área do conhecimento, denominada de finanças comportamentais.

3.3 O SURGIMENTO DAS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Com a divulgação das pesquisas de Kahneman e Tversky, as críticas à teoria clássica de finanças ganharam reforço de pesquisadores de outras áreas, como psicologia e sociologia.

De acordo com Thaler e Mullainathan (2000), citado por Milanez (2001), os estudos empíricos e experimentais têm mostrado que existem inúmeras situações em que os agentes não se comportam segundo a racionalidade prevista pela teoria clássica. Por esta razão, os adeptos das finanças comportamentais substituem o pressuposto da racionalidade ilimitada pelo princípio da racionalidade *limitada* (o grifo é nosso).

Teorias sobre o comportamento baseadas na psicologia e na sociologia têm dado sustentação teórica aos estudos empíricos sobre a dinâmica dos mercados financeiros, em que os movimentos de euforia e pânico são recorrentes e podem produzir sérias conseqüências econômicas, como demonstram as crises financeiras relatadas desde o século 17, como a bolha especulativa conhecida como tulipomania, ocorrida em 1636 na Holanda.

Gary Becker, também citado por Milanez, apresenta os limites do modelo de comportamento humano que afetam os pressupostos de preferências estáveis, expectativas racionais e ótimo processamento de informações. Esses limites podem

ser descritos como: a) bloqueadores da força de vontade, que diz do fato de que muitas vezes as pessoas tomam decisões que não estão de acordo com seus interesses de longo prazo; e b) os limitadores do comportamento auto-interessado, uma vez que em determinados momentos as pessoas podem agir de maneira justa (se assim perceberem que os outros também estão sendo) e em outros de maneira oportunista (quando percebem que os outros podem estar agindo assim).

3.4 OS FUNDAMENTOS DO COMPORTAMENTO NÃO-RACIONAL

De acordo com Kahneman e Tversky (1979), a teoria de utilidade esperada não é boa para descrever as situações reais em que os agentes se deparam com condições de incerteza, uma vez que não incorpora elementos próprios da natureza humana. Milanez os relaciona:

Efeito certeza: as pessoas tendem a dar maior peso às possibilidades que possuem alta probabilidade de acontecer.

Efeito reflexão: quando expostos a situações que envolvem possibilidades de perda, os agentes demonstram estruturas de preferências conflitantes com aquelas pressupostas pela teoria de utilidade esperada. Os agentes tendem a ser avessos ao risco quando estão diante de duas possibilidades de ganho com a mesma utilidade esperada e tendem a ser tomadores de risco quando as mesmas possibilidades se apresentam em termos de perdas potenciais.

Efeito isolamento: para simplificar o processo de tomada de decisão, as pessoas geralmente desconsideram boa parte das características de cada uma das

opções e centralizam sua análise sobre os componentes que distinguem as opções de escolha. Quando existe a separação entre os componentes comuns e distintos entre as escolhas possíveis, pode-se criar uma situação de preferências inconsistentes.

3.5 FALHAS COGNITIVAS

O que podemos perceber de comum nos elementos da natureza humana descritos no item anterior é que estes ocorrem devido às falhas cognitivas dos agentes envolvidos. Lintz, que faz um amplo levantamento histórico da dinâmica das bolhas especulativas para analisar o mercado de câmbio brasileiro, compilou as principais falhas relatadas pela literatura (LINTS, 2004, p. 68). Uma síntese delas é apresentada a seguir:

Excesso de confiança

As pessoas possuem a tendência generalizada de confiar, excessivamente, em suas crenças, ou seja, as pessoas tendem a acreditar que sabem mais do que realmente sabem. Essa tendência já foi comprovada em diferentes estudos, como o de Fischhof *et al.* (1977). O excesso de confiança é um elemento importante que pode levar mercados financeiros a apresentarem comportamentos menos racionais, como, por exemplo, levar investidores a adquirirem ativos a preços de mercado demasiadamente distantes dos valores indicados pelos fundamentos. Tais

comportamentos podem incluir aspectos como “intuição” sobrevalorização futura ou má interpretação sobre fundamentos econômicos e financeiros do ativo analisado.

Influência social

Segundo Shiller (2000), outro elemento importante, citado por Linz, que pode levar ativos a apresentarem preços que se distanciam de seu valor fundamental é a maneira como os indivíduos percebem e interpretam a informação.

Um fato interessante apontado por Shiller (2000, p. 139) na introdução desse tema em seu trabalho *Exuberância Irracional* é que: “[...] as pessoas têm opiniões semelhantes nos mesmos períodos de tempo, em parte porque elas reagem às mesmas informações disponíveis ao público naquela época”.

Ou seja, a influência social tem uma importância fundamental na maneira como os indivíduos percebem o mundo ao seu redor. Estudos realizados por Asch (1952) e Milgram (1974), também citado por Linz, revelaram, em experimentos de laboratório, que os indivíduos, de forma geral, tendem a serem influenciados em suas decisões pela visão da maioria e também a acreditar nas análises de autoridades e especialistas, mesmo quando as idéias apresentadas não estão em linha com seu julgamento pessoal.

Meios de comunicação

A maneira como o ser humano procura, transmite e interpreta a informação também tem um papel importante na dinâmica de preços dos ativos financeiros. Segundo Shiller (2000), a troca de informações é algo intrínseco à natureza humana, e a capacidade de transmissão de informação sofreu saltos de eficiência

recentemente com o desenvolvimento de novas tecnologias como a Internet e as transmissões via satélite.

Porém, conforme Shiller, as informações transmitidas tendem a apresentar vieses, tais como: pouco aprofundamento sobre assuntos técnicos como modelos de avaliação de ações ou estatísticas de retorno e risco de ativos financeiros. As informações tendem a fluir mais rapidamente quando se trata, por exemplo, de oportunidades de compra de ações, recomendadas por algum especialista de um grande banco de investimentos, ou seja, o viés implícito nas informações geradas pela mídia limita a capacidade de análise e julgamento dos investidores.

Processamento da informação

A capacidade cognitiva, memória e atenção do ser humano são limitadas diante do elevado volume de informações disponíveis no processo de tomada de decisão. Sendo assim, os indivíduos tendem a focar um subconjunto de informações disponibilizado pela mídia, analistas e interações sociais. Essa deficiência cognitiva pode potencializar os demais efeitos citados nesta seção, principalmente os efeitos da mídia e comunicação boca-a-boca, reação exagerada a informações inesperadas e excesso de confiança.

Outra falha cognitiva com potencial impacto na dinâmica de bolha foi identificada por Dwards (1968) e chamado de efeito conservadorismo, no qual os agentes econômicos, diferentemente do que seria previsto pelo modelo teórico clássico, relutam em alterar suas crenças à medida que novas informações ficam disponíveis. Os indivíduos tendem a dar menor importância quanto mais divergente for a evidência, levando os preços de mercado a se ajustarem lentamente a um novo

patamar. O efeito conservadorismo reforça a presença de âncoras psicológicas indicadas por Shiller e detalhadas nesta seção.

Idéias conflitantes

Os investidores tomam suas decisões de investimento com base em idéias que, muitas vezes, são conflitantes. Lintz utiliza o seguinte exemplo para ilustrar essa dinâmica.

Uma taxa de câmbio que se encontra demasiadamente depreciada em termos reais. Qualquer pequeno movimento de apreciação da moeda local atrai um grande número de compradores da moeda estrangeira que impede a continuidade do movimento. Algumas das razões que levam a maioria dos investidores a acreditar que a moeda tenha que se manter depreciada poderia ser, por exemplo, um histórico de déficit das contas externas muito elevadas. Contudo, vamos supor que a moeda depreciada leve ao ajuste do déficit externo. Inicialmente, alguns analistas passam a acreditar que há espaço para a apreciação da moeda, porém, enquanto um número significativo de agentes econômicos não acreditarem nisso, a apreciação da moeda se manterá limitada devido à atuação das âncoras psicológicas presentes na mente da maioria dos investidores.

Ou seja, duas idéias conflitantes podem coexistir na mente dos investidores. À medida que um número crescente de formadores de opinião passa a acreditar em um cenário de moeda mais apreciada, mais espaço há para a moeda retornar a um valor mais próximo do fundamental.

Dessa forma, como afirma Shiller (2000), uma das razões pela qual o contágio de idéias pode acontecer de forma abrupta, fazendo o público em geral mudar suas crenças, é as crenças em questão já existirem na mente dos agentes

econômicos. Até mesmo idéias conflitantes podem coexistir na mente dos investidores e um evento que apóie os fatos ou a atenção do público de repente pode pôr em destaque uma nova crença que contradiz as anteriores.

Sobre-reação

Quando se tomam decisões, freqüentemente são baseadas no ponto de vista da experiência passada e do conhecimento acumulado. Esse ponto de vista pode ser mudado ou confirmado por meio de novos conhecimentos ou experiências.

Shiller (1981), ao realizar estudos sobre o excesso de volatilidade, interpretou a visão de Miller-Modigliani de que o valor de uma ação é dado pela função probabilidade de uma amostra de preços e dividendos. Shiller concluiu que, ao longo do último século, os dividendos de ações não variam tanto para justificar as variações observadas nos seus preços. Combinando esses resultados com o de Kleidon (1981), que mostrou que os movimentos de preços das ações são fortemente correlacionados com alterações de lucratividade dos anos anteriores mais recentes, reforça-se um padrão de sobre-reação no mercado de ações. Ou seja, ao invés de observar a tendência de longo prazo dos dividendos, investidores tendem a dar uma importância desproporcional aos eventos econômicos de curto prazo.

Âncoras psicológicas

Âncoras são importantes elementos na definição de preços nos mercados financeiros. Segundo Shiller (2000), estudos mostraram que as decisões das pessoas em situações ambíguas são influenciadas por uma âncora, ou ponto de

referência. Quando é preciso fazer uma estimativa, e não se tem certeza do que dizer, adota-se como ponto de referência qualquer número que estiver próximo.

Partindo-se desse raciocínio, uma âncora que pode ser utilizada com referência é o preço mais recente disponível, os preços anteriormente lembrados ou até mesmo o nível de preço arredondado para um determinado mercado, tal como o patamar de R\$/US\$ 3.00 para a taxa de câmbio, ou os 25.000 pontos para o Ibovespa, que pode levar a um comportamento incomum do mercado em torno desses níveis, gerando efeitos como suporte e resistência.

No entanto, a fragilidade dessas âncoras que podem se soltar e levar os mercados à deriva por um determinado período é um elemento intrínseco à dinâmica dos mercados. Shafir e Tversky (1992) descreveram um fenômeno denominado raciocínio não-conseqüente, que é caracterizado pela incapacidade das pessoas em pensar nas conclusões elementares que seriam tiradas no futuro se eventos hipotéticos ocorressem, ou seja, os autores mostram que algumas pessoas não podem decidir até que os eventos realmente ocorram.

3.6 FANTASIAS QUE ACOMETEM OS INVESTIDORES

Outro estudo que nos deparamos durante o processo de pesquisa bibliográfica sobre o tema foi o trabalho do Dr. Alexander Elder, psiquiatra e investidor russo radicado nos Estados Unidos. Utilizando como base a sua experiência nos mercados financeiros e seu *back-ground* em psiquiatria, Elder (2004), percebeu diversas manifestações de fantasias universais que acometem os

investidores e os fazem distorcer a realidade e os impedem de realizar negociações bem sucedidas.

3.6.1 Mito do Cérebro

Muitos perdedores desenvolvem a fantasia de que os operadores de mercado bem sucedidos possuem conhecimentos secretos. Essa fantasia contribui para que sustentem o mercado de serviços de assessoria e de sistemas de negociação.

Se tomarmos o perfil médio dos clientes de corretoras americanas, poderemos averiguar que a maioria está na faixa dos 50 anos, é casada, concluiu curso universitário e é dona de negócios próprios. Ou seja, não é a inteligência nem fórmulas secretas nem o nível de escolaridade que distingue os vencedores dos perdedores.

3.6.2 Mito da Subcapitalização

Muitos perdedores acham que seriam bem-sucedidos se tivessem mais dinheiro para operar. Todos os perdedores são expulsos do mercado depois de uma seqüência de perdas ou após uma grande perda isolada. Em geral, depois disso o mercado reverte e movimenta-se na direção esperada. Os perdedores interpretam

essas reversões como validação de seus métodos, apenas um pouco atrasado – e de ficou sem dinheiro. Nesse momento nasce a fantasia: “Se eu tivesse mais dinheiro, teria conseguido permanecer um pouco mais no mercado e ganharia muito dinheiro”.

Os amadores não admitem perder nem estão preparados para perdas. A idéia de estar subcapitalizado é uma desculpa que os ajuda a esquivar-se de duas verdades: a falta de disciplina em seus investimentos e a ausência de um plano objetivo de gestão do dinheiro.

3.6.3 Mito do Piloto Automático

Muitos investidores acham que é possível automatizar a busca da riqueza. Alguns tentam desenvolver um sistema de negociação automática, outros o compram de especialistas.

Os investidores que incorrem nesse tipo de fantasia tentam repetir o que sentiam quando crianças. Inspirados pela imagem da mãe, que atendia às suas necessidades de comida, carinho e conforto, tentam agora recriar a experiência, no anseio de simplesmente esperar e receber o lucro, da mesma maneira como desfrutavam do aconchego do leite materno.

3.6.4 Culto da personalidade

A maioria das pessoas fala sobre seus desejos de liberdade e independência. Mas quando se vêem sob pressão, mudam o tom e começam a buscar lideranças fortes. Os líderes que os investidores geralmente buscam orientação são os chamados gurus de mercado.

Quem recorre aos gurus está à procura de um provedor onisciente. Conforme observa Elder: “Eles andam com o cordão umbilical na mão, procurando algum lugar onde ligá-lo” (2004, p. 30).

3.7 VICIADOS EM INVESTIMENTOS

Ao analisar o comportamento de investidores que perdiam sistematicamente, Elder concluiu que muitos deles sofrem de distúrbios psicológicos, que em muito se assemelham aos que ocorrem em pacientes viciados em jogos, álcool ou drogas. A emoção proporcionada pela compra ou venda de determinada ação, a possibilidade de ganhar dinheiro e o sentimento de fazer parte de um grupo especial de pessoas, contribuía para que essas pessoas sentissem uma grande vontade de continuar investindo, mesmo com o mercado desfavorável.

Para explicar esse fenômeno, Elder faz uma analogia com o alcoolismo e sugere que é possível administrar a compulsão por investimentos utilizando a metodologia empregada pelos Alcoólicos Anônimos.

3.7.1 Perdedores Anônimos

Elder comenta que a perda é para o perdedor o que o álcool é para o alcoólatra. Uma pequena perda é como se fosse uma dose isolada. Uma grande perda é o mesmo que um grande porre. Os dois grupos são tão parecidos que é até possível prever as atitudes do perdedor com base no modelo dos alcoólatras.

3.7.2 Compulsão pelos Mercados

Os investidores bem-sucedidos tratam as perdas de maneira como quem bebe socialmente: não se excedem e sabem quando parar. Ao sofrerem uma seqüência de prejuízos, interpretam a situação como sinal de que algo está errado. Os perdedores não conseguem parar – continuam investindo porque nutrem a esperança de uma grande vitória.

A maioria dos perdedores oculta suas perdas de si próprios e de todos. Manipulam valores, mantêm registros deficientes de suas operações e jogam fora os extratos das corretoras. Segundo Elder, “O perdedor é como o alcoólatra que não quer saber quantas garrafas esvaziou.” (2004, p. 30)

3.7.3 No Buraco

Os perdedores nunca sabem por que perdem e tentam sair do buraco por meio de novas operações nos mercados. Mudam de sistemas de negociações, compram um novo software ou seguem as dicas de um novo guru.

Geralmente, diz Elder, os perdedores se embriagam com as perdas. Eles, obviamente, preferem o lucro, mas até as perdas são fontes de muita vibração. O prazer de operar nos mercados é muito intenso.

3.7.4 O Fundo do Poço

A maioria das pessoas que chega ao fundo do poço morre como investidor. Conforme Elder, os registros das corretoras indicam que de 90 a 100% das pessoas que hoje operam nos mercados provavelmente já terão ido embora daqui a um ano.

Poucos investidores aprenderão o processo de mudança e crescimento. Ao admitir que tem um problema pessoal que o leva a perder, o investidor pode começar a construir uma nova vida de operações nos mercados.

3.7.5 O Primeiro Passo

Elder afirma que a maneira do investidor sair desse circuito de perdas é, tal qual o alcoólatra, reconhecer que não consegue controlar suas perdas. Precisa aceitar que tem um problema psicológico com as perdas e que está destruindo sua conta de investimentos.

O primeiro passo de um membro dos Alcoólicos Anônimos é dizer: "Sou um alcoólatra e não consigo controlar o álcool". Na opinião de Elder, o investidor deve fazer o mesmo. A resposta é traçar uma linha entre risco do negócio e prejuízo. O investidor deve assumir os riscos do negócio, mas nunca sofrer prejuízos superiores ao risco predeterminado.

3.8 PSICOLOGIA DA MASSA

Grande parte do que discorremos até este momento diz respeito a ações de indivíduos no mercado de capitais. Mas, conforme a definição de Kotler (2000, p. 237), que abre a revisão teórico-empírica deste trabalho, mercado é o conjunto de "todos os consumidores potenciais que compartilham de uma necessidade ou desejo específico, dispostos e habilitados para fazer uma troca que satisfaça essa necessidade ou desejo". Sendo assim, é importante comentarmos algo sobre o funcionamento desse conjunto de consumidores potenciais no mercado de capitais. Portanto, para entendermos o comportamento do investidor, é necessário também

compreendermos o funcionamento das multidões de investidores que compõem o mercado.

Elder (2004) afirma que no mercado de capitais cada membro tenta tirar dinheiro dos outros participantes. Para o autor, é um ambiente extremamente rigoroso, pois todos estão contra um e um luta contra todos. O autor acrescenta que as massas se comportam da mesma maneira, em diferentes culturas, em todos os continentes.

3.8.1 Mentalidade de Manada

LeBon (2002), citado por Elder, mostra que, quando as pessoas se aglomeram numa multidão,

não importam os indivíduos que a componham, 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 de maneira muito diversa de seu modo de sentir, pensar e agir como indivíduos, ou seja, caso tivessem continuado isolados (LEBON, 1897, citado por ELDER, 2004, p. 32).

Os experimentos de psicólogos sociais americanos, na década de 1950, comprovaram que as pessoas, quando em grupos, pensam de maneira diferente de quando estão sozinhas. Por exemplo, um indivíduo sozinho consegue distinguir com facilidade a mais longa de duas linhas traçadas numa folha de papel, mas perde essa capacidade, quando inserido num grupo cujos membros, deliberadamente, dão respostas erradas.

Outra característica apontada por Elder é que os membros de um grupo acreditam uns nos outros e, em especial, nos líderes mais do que em si mesmos. Adorno, citado por Elder, mostrou em seu estudo *The American Soldier* que o maior previsor isolado da eficácia de um indivíduo em combate era o relacionamento com o sargento. O soldado que confia no líder literalmente o segue até a morte.

Freud, novamente citado por Elder, explicou que os grupos se mantêm coesos pela lealdade de seus membros ao líder. Nossos sentimentos em relação aos líderes decorrem de nossos sentimentos de infância em relação aos pais. Quando nos reunimos em grupo, nosso raciocínio sobre as questões referentes ao grupo regride ao nível da infância.

3.9 BOLHAS ESPECULATIVAS

Segundo Shiller (2000), bolha especulativa pode ser definida como uma situação em que preços temporariamente altos são sustentados em grande parte pelo entusiasmo dos investidores e não por uma estimativa consistente de valor real.

Shiller afirma que as bolhas especulativas não são o resultado da extrema ignorância humana, mas do caráter da inteligência humana, refletindo suas limitações e suas forças. Os investidores lutam para fazer a coisa certa, mas suas qualificações têm limites e eles se comportam de uma maneira natural ao tomar decisões, quando lhes falta uma prescrição objetiva de como devem agir.

Mackay (2001) relata, em seu livro intitulado *Ilusões Populares e a Loucura das Massas*, já em 1841, alguns casos de bolhas especulativas. A título de ilustração

do que foi comentado anteriormente, incluímos o item seguinte que reúne um breve histórico de casos clássicos de especulação.

3.9.1 Tulipomania

A Bolsa de Valores de Amsterdã foi palco de um dos episódios especulativos mais marcantes na história do mercado. Em 1636, os preços tornaram-se absolutamente extravagantes. Um bulbo de tulipa, sem nenhum valor aparente anterior, poderia ser trocado por uma nova carruagem, dois cavalos cinzentos e um conjunto completo de arreios. A sensação era que a paixão por tulipas duraria para sempre. Os ricos de todas as partes do mundo viriam buscá-las na Holanda, pagando o preço que fosse pedido. Em 1637 veio o fim. Os jogadores mais prudentes começaram a sair do jogo, ninguém sabe qual o motivo e a corrida para vender transformou-se em pânico. Os preços terminaram à beira de um precipício.

Seguiu-se um calote em massa, por parte daqueles que haviam se comprometido a comprar bulbos pelos preços tremendamente inflacionados. Vendedores buscaram fazer cumprir à força os seus contratos de venda; mas os tribunais entenderam que eram operações de risco ou simples jogatina. Segundo Mackay (2001), o impacto sobre a economia e a sociedade holandesas foi devastador, segundo.

3.9.2 Banque Royale

O episódio começa em 1716 quando foi concedido ao banqueiro John Law o direito de estabelecer um banco com um capital de seis milhões de *livres* (antiga moeda contábil francesa). Incluída na concessão estava o direito de emitir notas, que foram usadas pelo banco para pagar gastos correntes do governo e assumir dívidas passadas. A chave deste episódio estava no direito de emitir notas, para financiar a dívida pública francesa. Mas o banqueiro queria algo mais sofisticado e obteve dinheiro vivo criando a Mississippi Company, que pretendia explorar ouro na Louisiana, Estados Unidos.

Em algum momento de 1720 veio o fim. Diz-se que o fator que teria precipitado tudo foi a decisão do príncipe De Conti, irritado por não conseguir adquirir ações, de enviar suas notas ao Banque Royale para serem convertidas em ouro.

A ação do Estado se deu por meio do regente do jovem Luís XV, Felipe II, o duque de Orleans. Ele teria intervindo a pedido de Law e ordenado que o príncipe devolvesse tudo. Enquanto isso, muitos foram acometidos pela idéia de que ouro talvez fosse melhor do que notas bancárias.

Seguiu-se, uma corrida ao banco - pessoas buscando converter suas notas em ouro. As notas foram declaradas não mais conversíveis. O valor das ações, de todas as ações e não as da Mississippi Company, despencou. Cidadãos que uma semana antes haviam sido milionários tornaram-se pobres.

3.9.3 South Sea Company

No mesmo ano em que o Banque Royale declarava falência, outro episódio especulativo tinha início, agora na Inglaterra. O que justificou o “boom” foi a sociedade anônima por ações. Tais companhias já existiam há mais de um século na Inglaterra. Mas, subitamente, despontaram como um novo prodígio financeiro e do mundo econômico em geral.

Fundada em 1711, a South Sea Company assumiu a totalidade da dívida pública. O governo lhe pagava juros a uma taxa de 6% e ela recebeu o direito de emitir ações e de monopolizar o comércio para a América.

As ações da South Sea, que valiam cerca de 128 libras em janeiro de 1720, passaram para 330 em março, 550 em maio, 890 em junho e algo em torno de 1.000 libras no final de agosto. No entanto, em setembro o preço das ações caíra para 175 libras. Em dezembro, despencaram para 124.

Aos poucos, com uma certa ajuda governamental, as ações se estabilizaram em torno de 140 libras, aproximadamente um sétimo de seu valor de pico. A ganância por lucros cada vez maiores, de parte dos altos funcionários da companhia, foi um fator decisivo para essa queda. Como é comum aos demais episódios especulativos, uma vez ocorrido o colapso ele supera quaisquer tentativas de reverter o desastre.

3.10 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após o que foi compilado neste capítulo sobre as finanças comportamentais, podemos perceber que o tema é vasto e requer uma análise cuidadosa do trabalho de vários autores. Porém, podemos acreditar que a hipótese dos mercados eficientes encontra-se em situação difícil à medida que as pesquisas e os experimentos avançam e demonstram que as decisões dos agentes econômicos freqüentemente evidenciam um comportamento aparentemente irracional.

No entanto, os mercados continuam a operar e, de uma forma ou de outra, os investidores – profissionais ou amadores – armam-se de instrumentos de avaliação e análise para diminuir as incertezas e realizarem seus investimentos de forma mais segura. Por este motivo, acreditamos ser coerente discorrer sobre esse tema, o qual será o objeto de estudo do próximo capítulo.

4 TENTATIVAS DE ORDENAR O CAOS

Como Bernstein (1996) coloca, a noção de risco sempre esteve presente na história da humanidade. No mercado de renda variável não poderia ser diferente. Um dos maiores desafios de se investir em ações é escolher que papéis comprar. À medida que o mercado foi se desenvolvendo, duas linhas de análise ganharam forma e importância: a análise fundamentalista e a análise técnica.

4.1 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Segundo Póvoa (2004), a análise fundamentalista se ocupa de avaliar uma empresa, levando em consideração suas informações contábeis, financeiras e mercadológicas, além de dados macroeconômicos e outras informações que poderão influenciar nos preços das ações.

Conforme o autor, a análise fundamentalista utiliza um instrumento denominado Fluxo de Caixa Descontado, que preconiza que o valor de uma empresa é o valor presente da soma dos fluxos de caixa futuros dessa empresa, trazidos para o presente a uma taxa de desconto. Assim, o preço de uma ação deve ser o valor da empresa dividido pelo número total de ações existentes. Ou seja, quanto melhor for a estimativa dos fluxos de caixa futuros e da taxa de desconto, melhor será a estimativa do preço da ação dessa empresa.

Um dos recursos mais utilizados para realizar a avaliação de uma empresa é o *Valuation*. Segundo Damodaran (1997), esta metodologia projeta os lucros e o Balanço e Demonstrativos de Resultados para o futuro, permitindo que se determine os fluxos de caixa futuros, considerando que haverá um período de crescimento mais acelerado, seguido por períodos de maturidade, que levarão ao cálculo da perpetuidade.

Póvoa adverte que a análise fundamentalista exige muito conhecimento do mercado por parte do analista, que precisa estar informado sobre a empresa e o setor em que ela atua, além das variáveis que influenciam a atuação em seu mercado. Assim, a determinação do valor da empresa, e do 'preço justo' de sua ação, depende muito das variáveis embutidas no processo, e do nível de informação do analista que realiza a análise.

Consonni (2005), comenta que a análise fundamentalista considera que o mercado não é eficiente em termos de informação, e portanto, pressupõe que os preços das ações não refletem instantaneamente todas as informações relevantes sobre as empresas, sobre seu setor e sobre a economia como um todo.

Podemos perceber durante o levantamento bibliográfico sobre esse tema específico que a análise fundamentalista faz uso de múltiplos, o que torna possível comparar empresas diferentes. A comparação entre esses múltiplos funciona como variáveis de decisão para a escolha de uma ação. Os principais múltiplos utilizados são os seguintes:

- Preço / Lucro (P/L);
- Dividendos / Preço (*Dividend Yield*);
- Preço / Valor Patrimonial por Ação (P/VPA);

- $(\text{EBIT} - \text{Impostos} - \text{Juros}) / \text{Patrimônio Líquido}$ (*Return On Equity* ou *ROE*);
- $\text{Dívida Líquida} / (\text{Dívida Líquida} + \text{Patrimônio Líquido})$ (Mix Dívida Líquida/Capital);
- $(\text{Lucro Operacional Próprio} + \text{Depreciação}) / \text{Vendas Líquidas}$ (Margem EBITDA).

Consonni ressalta que muitas empresas calculam estes múltiplos de forma diferente – enquanto algumas apresentam os múltiplos referentes ao último balanço, outras apresentam projeções para os múltiplos no futuro.

O autor observa também que devido ao fato que os resultados das análises feitas demorarem um certo período de tempo para se concretizarem, este tipo de análise é mais indicado para a identificação de empresas com o objetivo de investimento no longo prazo.

4.2 ANÁLISE TÉCNICA

Para vários autores Noronha (2003), Elder (2004) e Consonni (2005), a análise técnica se baseia no princípio que os preços das ações seguem tendências e padrões ao longo do tempo. Desta forma, os preços e volumes históricos de uma ação influenciam seu comportamento futuro. Uma vez determinada a tendência dos preços de uma ação, é possível definir os melhores momentos para comprá-la ou vendê-la.

Segundo Consonni, a análise técnica trabalha com padrões gráficos que já ocorreram inúmeras vezes em outras épocas e com outras ações, tendo desenlaces semelhantes, e que confirmam a validade dos padrões.

Noronha (2003) diz que outra ferramenta muito utilizada em análise técnica é o volume negociado, já que a maioria das mudanças de tendência ocorre quando há um grande volume de negócios, confirmando a expectativa do mercado como um todo.

Consonni também define a análise técnica como o estudo do comportamento das massas. A análise técnica considera que informação no mercado é eficiente: todas as informações disponíveis já estão refletidas no preço da ação, e qualquer novo acontecimento é imediatamente absorvido pelo mercado, mostrando-se oposta à visão da análise fundamentalista, conforme vimos no item anterior.

Outro ponto que diferencia a análise técnica da análise fundamentalista é que a primeira não leva em consideração os fundamentos da empresa, como seu desempenho financeiro, taxa de endividamento ou lucros futuros. Para Noronha seu foco está apenas no comportamento dos preços da ação e no desdobramento dos padrões. Os analistas técnicos não estão interessados nos motivos que fizeram com que a ação se valorizasse, o que importa é o efeito sobre os preços.

Alguns dos indicadores mais utilizados pela análise técnica são:

- Médias móveis e derivações;
- Índice de Força Relativa (IFR);
- Estocástico;
- Convergência-Divergência da Média Móvel (MACD);
- *On Balance Volume* (OBV);

- *Parabolic Stop-And-Reverse* (Parabolic SAR);
- Movimento Direcional (ADX);
- *Triple Exponential Moving Average* (TRIX).

4.2.1 A teoria de Dow

Para entendermos os pressupostos da análise técnica, é importante conhecer a teoria de Dow. Noronha (2003) comenta que a teoria baseou-se nas idéias de Charles Dow, publicadas em uma série de artigos no *The Wall Street Journal*. Após a morte de Dow, em 1902, Samuel Nelson compilou os artigos no livro *The ABC of Stock Speculation* e posteriormente, William Peter Hamilton, sucessor de Dow no *The Wall Street Journal*, organizou-os e publicou, em 1922, o livro *The Stock Market Barometer*. Esses trabalhos são considerados os marcos iniciais da análise técnica.

Consonni (2005) apresenta os seis princípios que constituem a teoria de Dow, os quais, segundo os analistas técnicos, explicam o comportamento dos preços e sua tendência a repetir seus padrões de movimentação.

Princípio 1 – Preços e índices contém toda a informação disponível

Os preços das ações e os índices mostram o conjunto da opinião de todos os investidores, desde aqueles que detêm as informações mais precisas até aqueles que não têm informação alguma. Por outro lado, eventos inesperados, como catástrofes naturais e atos de guerra, refletem-se rapidamente no mercado,

causando grandes oscilações, devido à incerteza sobre o futuro e às duas forças motrizes do mercado – a ganância e o medo. Respectivamente, o desejo de ganhar e o pavor de perder dinheiro.

Princípio 2 – As três tendências do mercado

Segundo Dow, citado por Consonni (2005), o mercado apresenta movimentos oscilatórios de três espécies:

Tendência primária - é a tendência principal de um mercado. Ela se caracteriza por um movimento longo, que pode ser de alta, de baixa ou lateral, levando a uma valorização ou desvalorização expressiva do ativo, ou à variação dentro de uma faixa de preço. Apesar de não existirem regras matemáticas precisas para definir o tempo de duração das tendências, os analistas técnicos consideram que a tendência primária tem duração acima de 252 períodos, normalmente medido em dias.

Tendência secundária - Um movimento na direção contrária à tendência primária formará a tendência secundária, que tem por objetivo corrigir parte do movimento acentuado da tendência primária. Segundo Dow, a tendência secundária pode corrigir de um terço até dois terços da tendência primária, sem que esta seja desconfigurada – no entanto, se superar isso, podemos confirmar que a tendência primária sofreu uma reversão.

Tendência terciária – o movimento mais curto, que se comporta de forma análoga, mas que podem ser contra ou a favor da tendência secundária, é denominada de tendência terciária.

Conforme Consonni ao analisar um gráfico, o analista tentar identificar as três tendências do mercado, para poder tomar decisões informadas e condizentes com a sua estratégia operacional.

Princípio 3 – As três fases das tendências primárias

Cada movimento das tendências primárias (tanto de alta como de baixa) é composto por três fases:

a) Tendência primária de alta

Acumulação – a primeira fase da tendência primária de alta confunde-se com a última reação do mercado de baixa que está terminando.

Alta sensível – a segunda fase é a mais longa, caracterizando-se por um grande avanço de preços. O mercado começa a mudar de humor, mostrando-se cada vez mais otimista. O número de investidores e o volume negociado crescem substancialmente. O maior lucro acontece nesta fase.

Euforia – a terceira fase é caracterizada por um número enorme de investidores no mercado, muita especulação e preços excessivamente inflados. A confiança e o humor do mercado não poderiam estar melhores. Todos investem na bolsa e ganham um pouco de dinheiro.

b) Tendência primária de baixa

Distribuição – a primeira fase da tendência primária de baixa se caracteriza por uma queda no volume negociado. As notícias ainda são otimistas e o grande

público ainda está ávido por ações. A maior parte do mercado ainda acredita que a tendência ainda é de alta, e a cada novo movimento, os pequenos investidores compram cada vez mais. No entanto, o movimento não consegue ultrapassar o último topo, confirmando a reversão da tendência.

Queda acentuada – neste momento ocorre o chamado efeito manada, onde os investidores menores percebem o movimento dos grandes investidores e o imitam, uma vez que não imaginam não dispor de informações tão refinadas como estes. O mercado cai de uma vez. O movimento é longo e as notícias ficam cada vez mais pessimistas.

Desespero – na última fase da tendência primária de baixa o mercado continua a cair, atingindo novos fundos. Ninguém acredita mais nas ações e as notícias são muito pessimistas. O mercado continuará a cair até que todas as notícias estejam precificadas nas ações. Quando isso ocorre, o ciclo se recomeça.

Princípio 4 – O princípio da confirmação

Uma mudança no movimento de determinado índice deve ser confirmado por outro para ter validade. Na época em que a teoria de Dow foi desenvolvida, as ferrovias eram o principal meio de transporte de matérias-primas para a indústria. Desta forma, para que houvesse um aumento na atividade econômica industrial, primeiro haveria um aumento na atividade econômica ferroviária.

Princípio 5 – O volume deve confirmar a tendência

O volume deve aumentar na direção da tendência primária e diminuir em movimentos contrários. Portanto, numa tendência primária de alta, o volume deve

ser maior em movimentos de alta e menor em movimentos de baixa. Em uma tendência primária de baixa, deve ocorrer o inverso.

Ao se analisar os movimentos de correção, as tendências secundária e terciária, podemos avaliar a força subjacente da tendência primária, o que pode indicar a proximidade de sua exaustão.

Princípio 6 – A tendência continua até haver claros sinais de reversão

Apesar de simples, este princípio é muito importante na análise técnica. Mesmo que impeça que se aproveite de forma completa o movimento de preços, ele aumenta a segurança da operação, pois evita que se entre ou saia do mercado enquanto a tendência ainda está em curso. O claro sinal de reversão que Dow coloca é uma falha em formar um fundo mais baixo, em uma tendência de baixa, ou um topo mais alto, em uma tendência de alta.

4.2.2 Críticas à Teoria de Dow

Consonni (2005), observa que muitos analistas alegam que a teoria de Dow é demorada em suas indicações de quando comprar ou vender. O sinal de compra por meio da teoria de Dow geralmente ocorre na segunda fase de uma tendência de alta, tão logo o preço de fechamento rompe o topo mais recente, na formação do primeiro *pivot* de alta. Isto se deve ao fato que a teoria de Dow não pretende antecipar tendências de mercado, mas indicar sua ocorrência.

Segundo o autor, outra crítica é em relação à confirmação de outros índices, dizendo que quando isso ocorre, o momento de compra já passou, e o movimento pode estar bem mais avançado.

4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao apresentarmos as duas principais metodologias utilizadas para analisar o mercado, percebemos que cada uma parte de um pressuposto diferente. A análise fundamentalista acredita que os mercados não são totalmente eficientes, o que pode fazer com que os preços das ações negociadas no mercado não traduzam o preço justo de uma empresa. Nesse ponto, a análise fundamentalista se aproxima das teorias comportamentais. Já a análise técnica está baseada na idéia de que os mercados são eficientes, uma vez que os preços traduzem de forma perfeita o consenso entre os agentes. Assim, poderíamos aproximá-la da teoria clássica de finanças.

No entanto, ao longo da pesquisa sobre as duas metodologias percebemos elementos identificados pelas finanças comportamentais que as colocam sob suspeita para servirem de bússola aos investidores.

A análise fundamentalista mostra-se limitada ao utilizar como objeto de estudo balanços contábeis, informações financeiras e pesquisas mercadológicas. Tais instrumentos podem ser manipulados e, mesmo que espelhem a realidade de determinada empresa, o componente subjetivo – as pessoas que produzem os

dados e as pessoas que os analisam podem incorrer em erros de julgamento, como bem apontou as pesquisas de finanças comportamentais.

Por sua vez, a análise técnica, em nosso entender, também tem problemas. Mesmo apoiando-se em gráficos que, em princípio, apresentam de forma clara e inequívoca a situação do mercado em um dado momento, tem que lidar com o comportamento da multidão formada por todos os investidores. Como vimos no capítulo anterior, os movimentos em massa dificilmente podem ser considerados racionais ou eficientes. A própria teoria de Dow, que sugere algo claro e preciso, mostra-se fundamentada em componentes psicológicos fortes, vide sua descrição sobre as fases do movimento de alta ou baixa das tendências primárias, descritas anteriormente.

Portanto, não podemos considerar estas metodologias totalmente confiáveis para operar os mercados de forma segura.

5 PRÁTICA DOS INVESTIDORES

O intuito deste item é apresentar as principais conclusões a que Schwager (1993), chegou ao realizar entrevistas em profundidade com alguns dos mais importantes investidores em renda variável do mercado americano. Em seu trabalho intitulado *Market Wizards– Interviews with Top Traders*, Schwager apresenta as metodologias operacionais e informações sobre controle de risco e emocional utilizadas por esses profissionais. Nosso interesse neste trabalho durante o levantamento bibliográfico foi o de conhecer de forma mais detalhada o comportamento dos investidores deste tipo de mercado e com isso reunir elementos para analisar o comportamento do investidor brasileiro, objeto de investigação de nosso trabalho.

5.1 METODOLOGIAS E OPINIÕES DOS MAIORES INVESTIDORES AMERICANOS

Não há um Único Caminho

Os métodos empregados por grandes operadores são diversos. Alguns são fundamentalistas puros; outros usam somente a análise técnica; e ainda outros combinam as duas metodologias. Alguns operadores consideram dois dias como longo prazo, quando outros consideram dois meses como curto prazo. Alguns são altamente quantitativos, enquanto outros confiam primeiramente em decisões qualitativas do mercado.

Característica Universal

Embora os entrevistados apresentem diferenças em seus métodos, experiência e personalidade, existem muitos traços comuns entre eles. Um deles é a disciplina.

Opere sua Personalidade

Cohen enfatiza que é crítico ao adotar um estilo de operações que combine com sua personalidade. Não há nenhuma maneira correta de operar os mercados, Segundo ele, o investidor tem que saber quem se é e escolher uma abordagem que seja confortável para você.

Cook se satisfaz em obter um lucro pequeno, mas não gosta de uma perda pequena. Dada esta predisposição, as metodologias que desenvolveu, que aceitam uma relação retorno/risco baixa em cada negócio em troca de uma elevada probabilidade de ganhar, são corretas para ele. Estes mesmos métodos, entretanto, podiam ser uma má combinação para outros, observa.

Falha e Perseverança

Embora alguns dos operadores entrevistados fossem bem sucedidos no início, as primeiras experiências do mercado de outros foram marcadas pela falha completa. Stuart Walton uma vez perdeu todo o dinheiro emprestado de seu pai e diversos anos mais tarde quase perdeu não somente todo seu capital de negócios, mas também o dinheiro que pediu em um empréstimo para pagamento de casa própria. Mark Minervini perdeu não somente todo seu próprio dinheiro nos mercados, mas o dinheiro emprestado também. Apesar destes episódios trágicos, estes operadores obtiveram ao final sucesso espetacular. Como podiam conseguir uma

metamorfose tão completa? Naturalmente, parte da resposta é que tiveram a força de vontade não eliminada pela derrota. Mas Schwager ressalta que a tenacidade sem flexibilidade não é nenhuma virtude. Se tivessem continuado a fazer o que tinham feito antes, eles experimentaríamos os mesmos resultados. A chave é que mudaram completamente o que faziam.

Ser um Operador Bem-sucedido Leva Tempo

Como em qualquer outra profissão, não se pode querer acelerar o processo. É preciso passar por experiências e aprender com elas.

Mantenha um Registro de suas Observações do Mercado

Embora o processo de ganhar experiência não possa ser acelerado, ele pode ser muito mais eficiente tomando nota das observações do mercado em vez de depender da memória. Ao manter um registro diário dos padrões recorrentes, observa-se o mercado de uma forma muito mais completa.

Desenvolva uma Filosofia de Negócios

Crie uma integração de conceitos do mercado e de métodos de negociar que seja baseado em sua experiência de mercado e que seja consistente com sua personalidade. Desenvolver uma filosofia de negócios é um processo dinâmico. Na medida em que se acumula experiência e conhecimento, a filosofia existente deve também ser revisada.

O Ovo ou a Galinha?

Um dos mais impressionantes traços entre os sábios do mercado é seu nível elevado de confiança em si mesmos. Isto leva à pergunta: São confiantes porque tiveram sucesso, ou o sucesso é uma consequência de sua confiança? Schwager acredita que é tanto um fator que contribui a seu sucesso como é em consequência dele.

Quando perguntaram a Watson o que lhe deu a confiança para continuar, quando não teve nenhum sucesso prévio em ações de segunda linha, respondeu, "uma vez que eu decido que vou fazer algo, eu me determino a ter sucesso, independentemente dos obstáculos. Se eu não tivesse essa atitude, eu nunca o faria".

A confiança de Lescarbeau pareceu limitar o irracional. Quando perguntado porque não atrasa um *split* com seu sócio, que era o gerente de dinheiro da equipe, até que ele tenha desenvolvido sua própria abordagem, Lescarbeau respondeu, "eu sabia que eu pensaria em algo. Não havia absolutamente nenhuma dúvida em minha mente. Eu nunca deixei de ter sucesso em qualquer coisa que eu pus em mente, e isto não seria diferente".

Trabalho Duro

A ironia é que muitas pessoas são levadas aos mercados porque parece ser uma maneira fácil de fazer muito dinheiro, contudo aqueles que têm sucesso tendem a ser trabalhadores realmente dedicados.

Lescarbeau continua a gastar longas horas fazendo pesquisa em computador mesmo que seus sistemas possam fazê-lo espetacularmente bem. Continua a trabalhar como se estes sistemas estivessem a ponto de se tornar

inefícazes amanhã. Nunca falta um dia no mercado, a ponto de andar pela casa, com dor, no dia de sua cirurgia do joelho, tudo para que pudesse verificar os mercados.

Minervini trabalha seis dias por semana, quatorze horas por dia, e nunca perdeu um dia do mercado em dez anos, mesmo quando esteve com pneumonia.

Cook continua a fazer o trabalho da fazenda regularmente além de passar de cinquenta a sessenta horas por semana operando. Além disso, anos depois da desastrosa operação que quase o levou à bancarrota, Cook trabalhou o equivalente a dois empregos de período integral.

Bender gasta não somente um dia inteiro operando nos mercados dos Estados Unidos, mas também passa metade da noite operando no mercado japonês.

Obsessividade

Há freqüentemente uma linha tênue entre o trabalho duro e a obsessão, linha esta que é cruzada freqüentemente pelos sábios do mercado.

Para ser um Vencedor Você tem que estar Disposto a Perder

Segundo Watson, "você não pode estar receoso em perder. As pessoas que são bem sucedidas neste negócio são as pessoas que estão dispostas a perder dinheiro."

Controle do Risco

Minervini acredita que um dos erros mais comuns feitos por novatos é que gastam muito tempo tentando descobrir estratégias de entrada e não gastam tempo

suficiente na gerência de dinheiro. Cohen explica a importância de limitar perdas, dizendo que a maioria de operadores ganham dinheiro somente na proporção 50 a 55 por cento. Os principais métodos de controle de risco usados pelos operadores entrevistados incluíam o seguinte:

- a) **Acionar o *stop-loss*.** Minervini e Cook predeterminam quando sairão de uma operação que vá contra seus objetivos. Esta abordagem permite que limitem a perda potencial em toda a posição a um nível bem definido de risco (barrando um movimento *overnight* enorme do preço). Minervini e Cook indicaram que o ponto de *stop* para toda operação depende do ganho esperado, isto é, operações com potencial maior de lucro aceitam mais risco;
- b) **Reduzir a posição.** A primeira coisa que Cook faz quando está perdendo reduzir a sua posição comprada ou vendida;
- c) **Limitar o tamanho inicial da posição.** Cohen adverte que um erro comum é exagerar em uma posição. Então quando as ações se movem contra, a dor torna-se insuportável. Fletcher, citando Elliot Wolk, diz para nunca fazer uma aposta em que você não tenha recursos para perder;
- d) **Diversificar.** Quanto mais diversificadas, mais baixo o risco. A diversificação, entretanto, não é uma medida suficiente de controle de risco, por causa da correlação significativa da maioria das ações no mercado e entre si.

Você não pode Temer Riscos

O controle do risco não deve ser confundido com o medo do risco. Uma vontade de aceitar o risco é provavelmente uma característica essencial da

personalidade para um operador. Watson diz que se deve estar disposto a aceitar um determinado nível de risco, ou você nunca se puxará o gatilho.

Se o mercado não se comportar como as suas expectativas, saia!

Vários operadores mencionaram que se o mercado não responder a um evento como esperado, é uma evidência que eles estão errados e devem liquidar sua posição. Insistir no erro pode ser fatal.

A Virtude da Paciência

Quaisquer que sejam os critérios que se utiliza para selecionar ações e determinar um nível de entrada, o operador deve ser paciente para que aquelas circunstâncias ocorram. Okumus espera pacientemente as ações declinarem a seu nível de preço de "barganha", mesmo que signifique perder mais de 80 por cento das ações que quer comprar.

A importância de estipular metas

Acreditar em um objetivo, entretanto, não é suficiente. Para atingir um objetivo, Kiev diz, que não se precisa acreditar somente nele, mas comprometer-se também. Ele reforça que o desempenho excepcional requer o ajuste dos objetivos que estão fora da zona do conforto de um operador. Os operadores precisam também monitorar seu desempenho para certificar-se que estão na trilha para alcançar seus objetivos e para diagnosticar o que os está segurando, se for o caso.

“Esta vez” nunca é diferente

Cada vez que há uma mania no mercado, o refrão "esta vez é diferente" é ouvido, seguido por alguma explanação de porquê aquele episódio continuará, apesar dos preços já estratosféricos. Lembre-se apenas: nunca é.

Nunca escute outras opiniões

Para ter sucesso nos mercados, é essencial fazer suas próprias decisões. Vários operadores citaram que escutar outra pessoa foi seu pior erro. Walton e Minervini perderam seu investimento inteiro por causa disto.

Esteja consciente do ego

Walton adverte que a coisa estranha sobre esta indústria é que não importa como bem sucedido você se transforma. Se você deixar seu ego ser envolvido, um telefonema pode o colocar para fora do negócio.

A necessidade da autoconsciência

Cada operador deve estar ciente das fraquezas pessoais que podem impedir o sucesso dos negócios e fazer os ajustes apropriados. O Dr. Kiev descreve seu trabalho com operadores como um processo de diálogo para encontrar quais são as falhas pessoais que impedem o desempenho de uma pessoa. Mas ter consciência não é bastante; um operador deve estar disposto a fazer as mudanças necessárias. Cook, que também trabalha com operadores, viu pessoas com boas habilidades para operações falharem porque não trabalharam suas fraquezas pessoais.

Não inicie uma operação envolvido emocionalmente

Ironicamente, embora muitas pessoas sejam levadas aos mercados por excitação, os entrevistados disseram que se deve manter a emoção fora da operação. Watson comenta que o operador tem que investir sem emoções. Se envolver suas emoções, fará decisões ruins.

Não se preocupe em parecer estúpido

Nunca deixe suas decisões de mercado serem restringidas ou influenciadas pelo interesse que outros possam ter. Como um exemplo perfeito do perigo de preocupar-se com opiniões dos outros, cedo em sua carreira, Minervini se manteve em muitas posições perdedoras mesmo depois de ter decidido que elas deveriam ser liquidadas por receio de ser provocado pelo seu corretor.

Veja a operação na Bolsa como uma vocação, não um passatempo

Como Cook e Minervini disseram, os passatempos custam dinheiro. Um conselho similar oferecido por Walton, "Ou você entra de cabeça, ou nem se aventure".

Investir, como qualquer outro trabalho, requer um plano de negócio bem estruturado

Cook recomenda que cada operador deve desenvolver um plano de negócio que responda a todas as seguintes perguntas essenciais:

- a) Que mercados serão operados?
- b) Que é capitalização?
- c) Como as ordens serão incorporadas?

- d) Quais são os objetivos de lucro?
- e) Que procedimento será utilizado para analisar as operações?
- f) Como os procedimentos das operações mudarão se os problemas pessoais surgirem?
- g) Como o ambiente de funcionamento será ajustado?
- h) Que recompensas o operador terá se operar com sucesso?
- i) que operador fará para continuar a melhorar suas habilidades do mercado?

Encontre oportunidades de baixo risco

Muitos dos operadores entrevistados desenvolveram métodos que focalizam a identificação de operações de baixo risco. Guazzoni afirma que cada período de tempo tem suas próprias oportunidades onde se podem encontrar os investimentos que são extremamente baixos e com pouco risco.

Tenha certeza de que você tem uma boa razão para toda operação que fizer

Como Cohen explica, comprar ações porque está muito barato ou vendê-las porque está muito caro não são boas razões. Watson parafraseia o princípio de Peter Lynch, que se você não puder resumir as razões porque possui ações em quatro sentenças, você provavelmente não deve possuí-las.

Use o bom senso em investimentos

Watson é um forte proponente da pesquisa do bom senso. Como ilustrou com numerosos exemplos, a pesquisa mais importante que alguém pode fazer é

simplesmente testar o produto de uma companhia ou visitar suas lojas no caso de varejistas.

A compra de *insiders* é uma condição de confirmação importante

A vontade da companhia de comprar suas próprias ações não pode ser uma condição suficiente para também comprar ações, mas fornece a confirmação forte que as ações são um bom investimento. Um número de operadores citou a compra de *insiders* como um elemento crítico em seu processo de seleção de ações, como Lauer, Okumus, e Watson.

A esperança é uma palavra de nove letras

Cook recomenda que se você disser que espera que a ação volte a um determinado preço é melhor sair ou reduzir o tamanho da sua posição.

Cuidado com a Mineração de Dados

Se dados suficientes forem testados, padrões surgirão simplesmente por sorte – até mesmo em dados aleatórios. Mineração de dados – deixar o computador examinar dados, testar milhares ou milhões de combinações na busca de padrões lucrativos - tende a gerar sistemas operacionais que parecem ótimos, mas não têm nenhum poder de predizer o futuro. Shaw evita esta armadilha desenvolvendo uma hipótese do comportamento de mercado a ser testado, ao invés de procurar dados por meio de padrões.

5.2 ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

Consonni (2005), afirma que a estratégia de investimento tem um papel importante no sucesso nos investimentos. O autor descreve as estratégias utilizadas pelos investidores: fundos de renda fixa e de ações, ações propriamente ditas, ouro e qualquer outro ativo que seja negociado à vista. A principal diferença entre cada uma delas é o horizonte de tempo de investimento e o risco envolvido em cada operação:

Buy & hold – Consiste em comprar os ativos quando se considera que eles estejam sendo negociados abaixo do seu preço justo, na expectativa de que eles gerem dividendos e se valorizem ao longo do tempo. Os riscos envolvidos são menores, pois geralmente os ativos escolhidos mantêm seu valor e as aquisições são feitas em momentos de baixa do mercado e a solidez da empresa escolhida é a maior garantia de sucesso.

Position trading – esta estratégia busca prever flutuações significativas do preço do ativo, no médio e longo prazos. Como a expectativa é que o desdobramento desse movimento se dê ao longo de um período mais longo, o investidor aceita o risco de flutuações no valor de sua carteira, pois acredita que no final o investimento será lucrativo. O investidor se baseia em fundamentos e análises macroeconômicas para a tomada de decisão, o que diminui substancialmente o risco de fracasso. Esta estratégia prevê que se mantenha os ativos em carteira por períodos que variam de algumas semanas a vários meses ou até anos.

Swing trading – a principal diferença entre o *position* e o *swing-trading* é que este último espera um movimento mais rápido no preço do ativo, o que torna o

horizonte de investimento mais curto. O objetivo desta estratégia é pegar movimentos mais curtos, assumindo riscos controlados. As decisões de compra e venda geralmente se baseiam na análise técnica. O prazo médio de investimento é de alguns dias a algumas semanas.

Day trading – esta estratégia é uma versão condensada do *swing trading*, pois o investidor sempre liquida sua posição no final do dia, pois não quer assumir riscos entre o fechamento de um dia e a abertura do dia seguinte. Fatos e notícias podem afetar de forma significativa e inesperada o preço do ativo. Desde desastres naturais e ataques terroristas, até anúncios de pagamentos de juros e dividendos após o fechamento do pregão, essas notícias poderão influenciar o preço do ativo. Os operadores de *day trading* podem ser divididos em duas categorias: os *momentum traders*, que buscam identificar ativos que estão se movendo em um padrão de negociação específico, comprando quando eles chegam nas mínimas e vendendo nas máximas; e os *scalpers*, que compram e vendem seguidamente os ativos, em questão de segundos, com o intuito de garantir pequenos lucros, mas com volumes enormes, e minimizar o risco.

5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Percebemos que os investidores profissionais entrevistados por Schwager mostram-se racionais na maior parte do tempo. Compreendem os perigos que as emoções podem causar em suas decisões e utilizam algumas estratégias para manterem a objetividade. Entre elas, destacamos as de gerenciamento de risco, em

especial as ordens de *stop-loss*, que tem a habilidade de, como o próprio termo explicita, limitar as perdas.

Porém, gostaríamos de salientar que o estudo de Schwager foi realizado em um público especializado e pertencente a uma realidade bem diferente da vivida pelos investidores brasileiros. Como se sabe, o mercado americano possui volume e liquidez muito maiores que o brasileiro. Mesmo o investidor pessoa física americano possui facilidades operacionais que não estão disponíveis ao público no Brasil, como aluguel de ações em pequenos valores.

Assim sendo, decidimos realizar uma pesquisa com usuários brasileiros do sistema de *home broker* a fim de complementar a nossa análise teórico-empírica sobre o investidor brasileiro de renda variável. Os objetivos, metodologia, investigação e resultados da pesquisa encontram-se detalhados no próximo capítulo.

6 PESQUISA

6.1 TÍTULO

O comportamento do investidor pessoa física, usuário do sistema de *homebroker*, no mercado de ações brasileiro.

6.2 OBJETIVOS

- Compreender as principais variáveis envolvidas no comportamento do investidor pessoa física no mercado de ações brasileiro;
- Discorrer sobre o papel das emoções que parecem determinar os movimentos do mercado de capitais.

Esses objetivos serão atingidos investigando-se os seguintes itens:

- Perfil do investidor pessoa física usuário do sistema de *homebroker*;
- Motivações que levam ao investimento em ações;
- Expectativa de lucro;
- Gerenciamento de risco;
- Fontes de informação para análise de investimentos;
- Impulso/necessidade de operar quando determinou que iria parar;

- Sensações físicas proporcionadas no acompanhamento do mercado.

6.3 PÚBLICO-ALVO

O público-alvo da pesquisa são investidores pessoa física que atuam no mercado de ações brasileiro, freqüentemente pelo sistema *homebroker*.

6.4 METODOLOGIA DE PESQUISA

Decidimos pela pesquisa quantitativa descritiva pelos objetivos traçados que permitem a estruturação para a coleta de dados, sem a necessidade de um estudo exploratório – pesquisa qualitativa.

A técnica de amostragem é a não-probabilística por conveniência, visto que apesar de todos terem a mesma chance teórica de participarem da pesquisa, ficou a critério do respondente a decisão final, sem a elaboração de um sorteio aleatório. O questionário foi enviado via correio eletrônico para aproximadamente 800 pessoas que compram ou vendem ações por meio do sistema de *homebroker*, participantes de grupos de discussão na Internet sobre investimentos.

Se considerada probabilística, a amostra de 84 investidores para um universo de 800 tem erro amostral máximo de 8,5% considerando um nível de confiança de 90%.

Os 84 participantes responderam a pesquisa entre os dias 22 e 23 de abril de 2005.

6.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

- Apesar de utilizarem instrumentos de análise de investimento e gerenciamento de risco, em última análise os investidores pessoas físicas brasileiros tomam a decisão de vender ou comprar determinada ação com base em sua própria expectativa sobre o mercado. Não há um critério racional para a escolha;
- As emoções que os conduzem a essas decisões são a “ganância” e o “medo”. O desejo de ganhar uma grande quantidade de dinheiro de forma rápida e o conseqüente incômodo de perdê-lo na mesma velocidade;
- A principal motivação que está por trás de pessoas físicas investirem no mercado de ações é o objetivo de adquirirem independência financeira de forma rápida, não necessitando continuar em seus empregos formais e garantindo o bem-estar de sua família;
- Parte dos investidores pessoas físicas brasileiros que utilizam o sistema de homebroker para suas negociações possuem traços de comportamento compulsivo, que se assemelha ao observado em alcoólatras.

6.6 RESULTADOS DA PESQUISA

A maioria (98%) dos participantes da pesquisa são homens e boa parte (76%) tem até 40 anos de idade.

Quanto ao tipo de investidor, quase metade deles se considera *swing trader*, e 35% se dizem *position trader*.

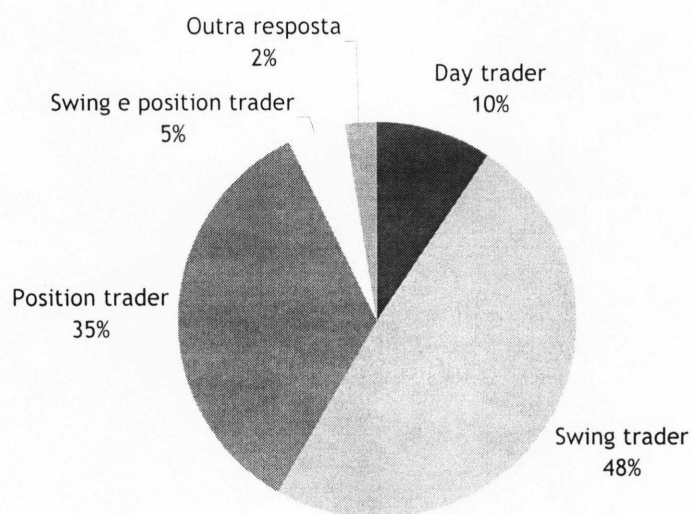


Gráfico 1 – Tipo de investidor em ações.
Nota: Base – 84 entrevistados.

São poucos os conservadores entre os entrevistados, apenas 10%. A maioria se divide entre moderados e agressivos.

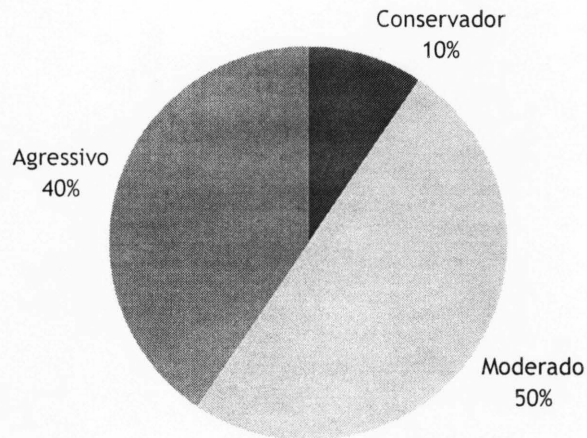


Gráfico 2 – Perfil do investidor
Nota: Base – 84 entrevistados.

Os motivos que mais incentivam o investimento em ações são as possibilidades de: obter rendimentos acima da renda fixa, adquirir independência financeira e complementar a renda.



Gráfico 3 – Motivos que incentivam o investimento em ações
Nota: Base – 84 entrevistados. Respostas múltiplas, total superior a 100%.

Muitos preferem seguir a tendência até ela mudar, outros pretendem ganhar mais do que o Ibovespa ou o CDI.

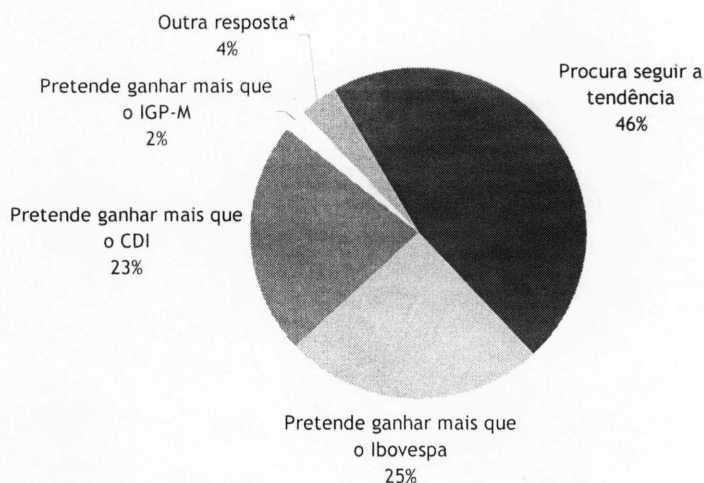


Gráfico 4 – Pretensão de ganho em relação a outras operações.

Nota: Base – 84 entrevistados.

(*) Pretende ganhar em média 4% por operação e; pretende ganhar quanto for possível.

A maior parte (57%) dos investidores não utiliza qualquer sistema de gerenciamento de risco. Os que utilizam, procuram se apoiar no *Stop Loss* ou ter um critério de não perder mais que 2% a 5% mensalmente por operação. Estes conseguem acompanhar o sistema em pelo menos 50% das alterações dos investimentos (conforme gráficos 5 e 6).

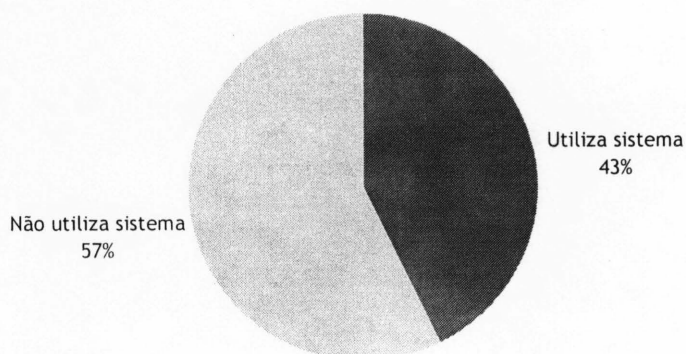


Gráfico 5 – Utilização de sistema de gerenciamento de risco

Nota: Base: 84 entrevistados.

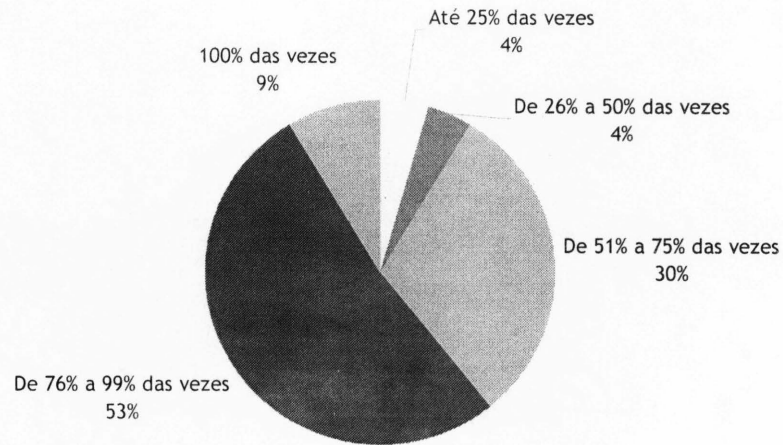


Gráfico 6 – Frequência que consegue acompanhar a movimentação de seus investimentos
Nota: Base – 46 entrevistados que utilizam sistemas de gerenciamento de risco.

De cada 5 entrevistados, 4 costumam fazer a movimentação de ações de acordo com suas próprias opiniões.

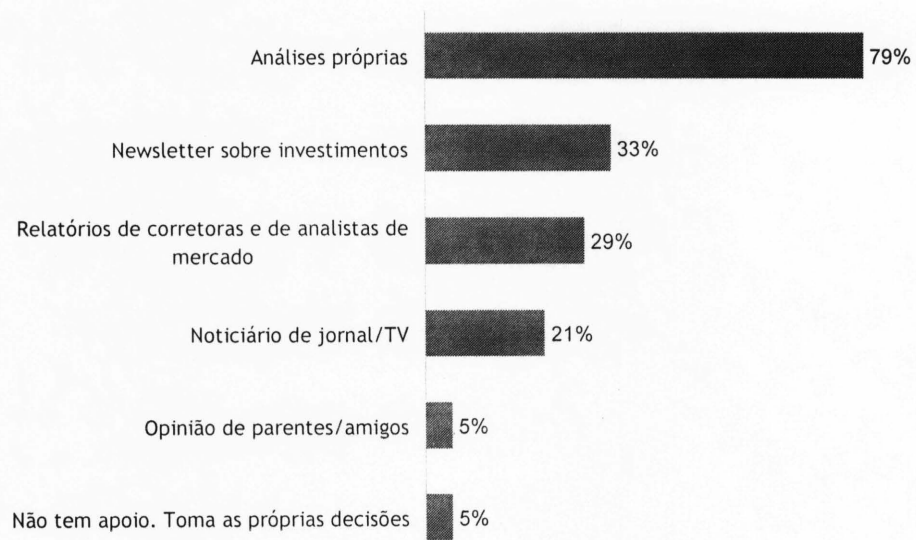


Gráfico 7 – Tipos de informação utilizados para realizar os investimentos.
Nota: Base – 84 entrevistados. Respostas múltiplas, total superior a 100%.

Quando questionados sobre a influência de informações da mídia em suas decisões de investimento, apenas 21% disseram que influencia muito. Mas na opinião deles, o mercado de investimentos é muito influenciado pela mídia (60%).

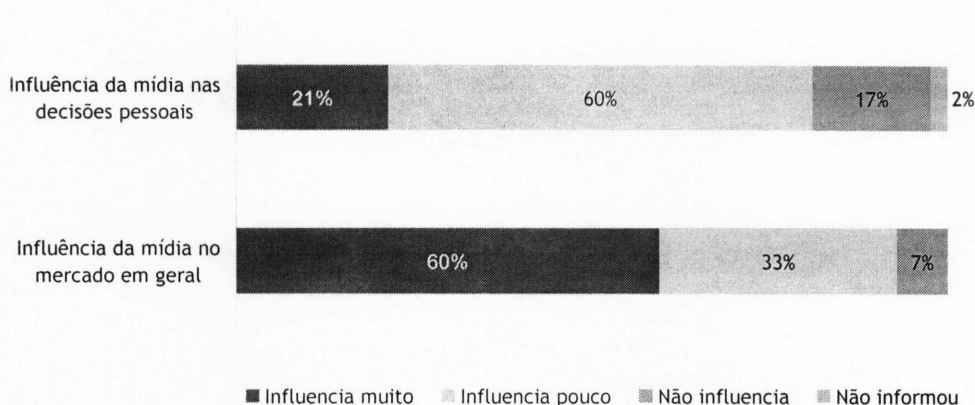


Gráfico 8 – Influência da mídia nas decisões de investimento.
Nota: Base – 84 entrevistados.

Não há uma concentração quanto ao que os investidores sentem no momento de compra ou venda no sistema de *homebroker*. Uns disseram, sob aspectos positivos, que o fazem de forma tranqüila (15%) e que têm a certeza de que irão lucrar (7%). A insegurança gerada por saber que existe a possibilidade de perder dinheiro passa pela mente de 19% dos investidores de *homebroker*.

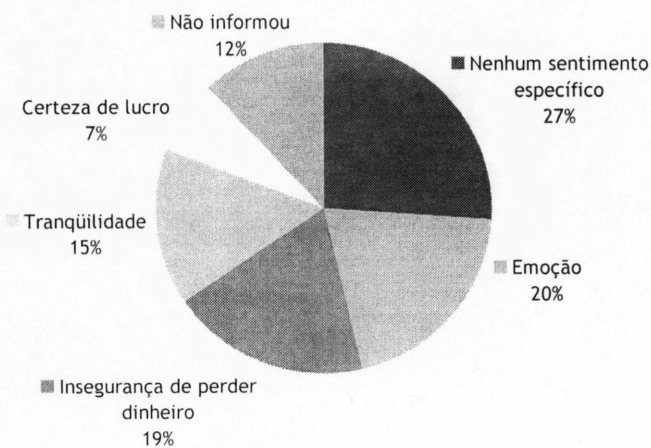


Gráfico 9 – Sentimentos que surgem no momento de compra e de venda no sistema de *homebroker*
Nota: Base – 84 entrevistados.

De cada 3 investidores no sistema de *homebroker*, 2 já passaram pela sensação de terem se casado com alguma ação. Os motivos e sentimentos variam de intensos a amenos: vingança de um papel que fez perder dinheiro, achar que a ação lhe deve dinheiro, esperança de que a situação se reverta e impulso e inexperiência.

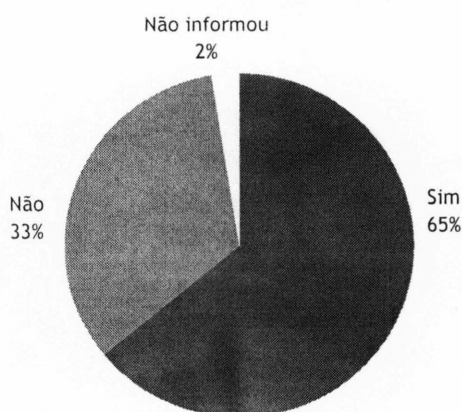


Gráfico 10 – Percepção de já ter se “casado” com alguma ação
Nota: Base: 84 entrevistados.

De cada 2 investidores, praticamente 1 já teve que administrar o impulso de querer operar. Alguns conseguiram controlar essa vontade, outros passaram pelo insucesso por no mínimo 1 vez.



Gráfico 11 – Insucesso na tentativa de deixar de operar por determinado período
Nota: Base: 84 entrevistados.

A sensação que mais surge no momento em que os investidores estão acompanhando o mercado de ações é a euforia, seguida da ansiedade e da taquicardia.

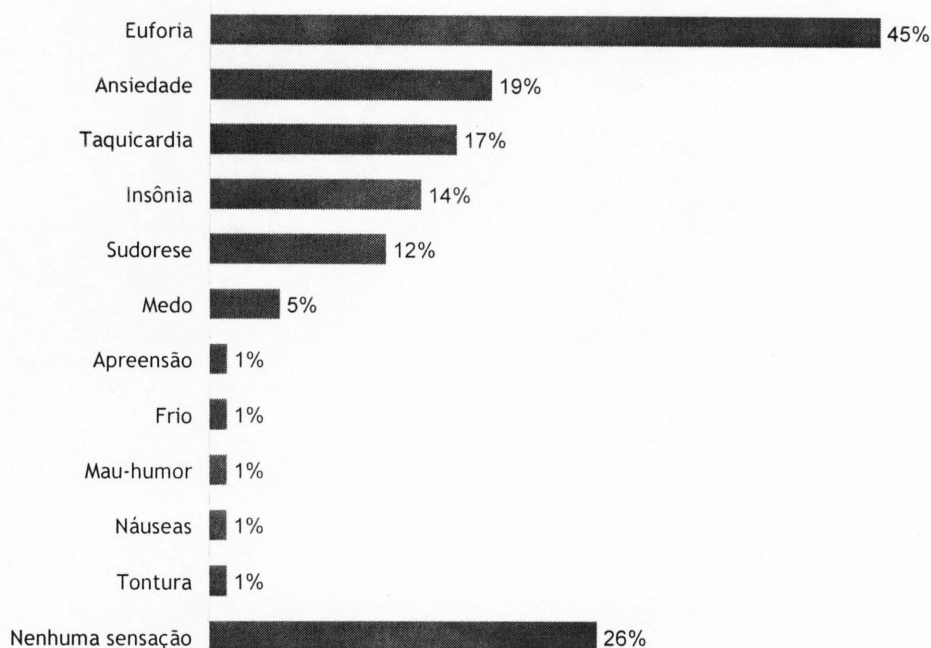


Gráfico 12 – Sensações físicas (ou emocionais) presentes quando do acompanhamento do mercado
Nota: Base: 84 entrevistados. Respostas múltiplas, total superior a 100%.

6.7 ANÁLISE E CONCLUSÕES

O público de investidores pessoa física, usuários do sistema de *homebroker*, tem comportamento moderado ou agressivo em relação a seus investimentos no mercado de ações brasileiro. Eles costumam ser *swing* e *position trader*.

A conquista de independência financeira para pessoas físicas não é a única motivação para o investimento no mercado de ações. Ao lado dessa questão, está a simples pretensão de obter rendimentos acima da renda fixa.

Euforia. É o que os investidores mais sentem na movimentação das suas ações. Já as sensações que provavelmente acompanham o risco de perder dinheiro rapidamente são: ansiedade, taquicardia, insônia, sudorese e o medo.

A pesquisa comprovou que na decisão de compra e venda de ações, os investidores pessoa física pelo sistema de *homebroker* tomam a decisão de vender ou comprar determinada ação com base em sua própria expectativa e análise sobre o mercado. Não há um critério racional para a escolha.

Também verificamos que alguns (14%) dos investidores pessoas física que utilizam o sistema de *homebroker* para suas negociações possuem traços de comportamento compulsivo, pois estes já passaram por várias tentativas de deixar de operar e não conseguiram.

7 CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi desenvolver uma análise teórico-conceitual sobre o comportamento do investidor pessoa física brasileiro, investigando suas principais motivações para a compra ou venda de uma ação.

Para tanto, foi realizada uma pesquisa teórica-empírica sobre as principais linhas de pensamento nas áreas de comportamento do consumidor e finanças comportamentais, traçando um panorama sobre como o homem lida com a incerteza nas decisões de investimentos no mercado de capitais. Analisou-se os fatores que influenciam o processo de decisão do investidor e, mais especificamente, os paradigmas de racionalidade que estão em jogo durante o processo de decisão por esta ou aquela ação.

A fim de complementar a análise teórico-empírica, decidimos realizar uma pesquisa quantitativa descritiva com usuários brasileiros do sistema de *homebroker*. O público-alvo da pesquisa foi os participantes de grupos de discussão sobre investimento na Internet.

As principais conclusões relacionadas aos objetivos do trabalho encontram-se a seguir:

- O investimento em ações possui características que geram no investidor pessoa física um comportamento de compra complexo, de alto envolvimento, pois se trata de um produto com características muito particulares. Ao adquirir uma ação, o investidor espera que esta se valorize ao longo do tempo, o que muitas vezes faz com que ele monitore constante de seu preço de compra e venda. Isso acarreta custos

psicológicos que contribuem para a elevação de sentimentos de insatisfação, principalmente na fase de pós-compra;

- A hipótese dos mercados eficientes encontra-se em situação difícil à medida que as pesquisas e os experimentos realizados pela área denominada atualmente de finanças comportamentais demonstram diversas falhas cognitivas cometidas pelos agentes econômicos em seus processos de decisão, tais como excesso de confiança, influência social, meio de comunicação, processamento da informação, idéias conflitantes, sobre-reação e âncoras psicológicas;
- Percebemos que os esforços de ordenar o caos das informações sobre o mercado e assegurar algum grau de certeza aos investidores propostos tanto pela análise fundamentalista quanto pela análise técnica são deficientes. Elementos identificados pelas finanças comportamentais colocam ambas sob suspeita. A análise fundamentalista mostra-se limitada ao utilizar como objeto de estudo balanços contábeis, informações financeiras e pesquisas mercadológicas. Tais instrumentos podem ser manipulados e, mesmo que espelhem a realidade de determinada empresa, o componente subjetivo – as pessoas que produzem os dados e as pessoas que os analisam podem incorrer em erros de julgamento. Por sua vez, a análise técnica também tem problemas. Mesmo apoiando-se em gráficos e dados quantitativos tem que lidar com o comportamento da multidão formada por todos os investidores. Como vimos na revisão teórico-empírica, os movimentos em massa dificilmente podem ser considerados racionais ou eficientes;

- Quanto à pesquisa quantitativa descritiva que foi realizada com investidores pessoa física brasileiros e usuários do sistema de *homebroker*, acreditamos que foi válida para evidenciar alguns pontos sugeridos pelo levantamento bibliográfico realizado. Entre eles destacamos a presença de um perfil agressivo e com um horizonte de curto prazo entre os investidores entrevistados. A maioria toma decisões de comprar ou vender uma ação com base em sua própria expectativa e análise sobre o mercado, apesar de afirmar que a mídia influencia muito os mercados, o que, como vimos ao longo do trabalho, é formado por pessoas, muitas delas com perfil próximo a dos entrevistados.

Ressaltamos também que a pesquisa identificou que a emoção mais presente entre os entrevistados foi a euforia no momento em que colocam a sua ordem de compra e venda, alimentados pela expectativa de lucro. Já ao perceberem o risco de perderem dinheiro, são acometidos de sentimentos de ansiedade e medo, apresentando taquicardia, insônia e sudorese.

Por fim, a pesquisa foi útil para observar os investidores pessoa física entrevistados possuem traços de comportamento compulsivo, pois de cada 2 entrevistados praticamente 1 relatou que teve que administrar o impulso de querer operar.

Portanto, podemos considerar que os objetivos desta monografia foram atingidos. Como sugestão para futuros trabalhos, indicamos a realização de uma análise comparativa mais profunda entre os paradigmas utilizados pela área do comportamento do consumidor e pelas finanças comportamentais, o qual, acreditamos, será útil para o desenvolvimento de ambas.

REFERÊNCIAS

- ASCH, S. **Social psychology**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1952.
- BERNSTEIN, L. **O Desafio dos deuses: a fascinante história do risco**. São Paulo: Campus, 1997.
- BOONE, L. E.; KURTZ, D. L. **Marketing contemporâneo**. Rio de Janeiro: LTC, 1998.
- CONSONNI, R. **Escolha de ações**. São Paulo: Equipe de Investimentos, 2005.
- CHURCHILL, G. A. **Marketing: criando valor para o cliente**. São Paulo: Saraiva, 2000.
- CZINKOTA, M. R. **Marketing: as melhores práticas**. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- DAMODORAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação de valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- EDWARDS, W. Conservatism in human information processing. *In: KLEINMUTZ, B. (ed.). Formal representation of human judgment*. Wiley, New York, 1968.
- ELDER, A. **Como se transformar em um operador e investidor de sucesso**. São Paulo: Campus, 2004.
- ENGEL, J. F.; BLACKWELL, R. D.; MINIARD, P. W. **Comportamento do consumidor**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- FOXALL, G. R. & GOLDSMITCH, R. F. **Consumer psychology for marketing**. New York: Routledge, 1994.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision making under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-291, March 1979.
- KLEIDON, A. W. **Stock prices as rational forecasters of future cash flows**. Unpublished Working Paper. University of Chicago: Graduate School of Business, 1981.
- KOTLER, P. **Administração de marketing: análise, planejamento, implementação e controle**. São Paulo: Atlas, 1994.
- KOTLER, P. **Administração de marketing**. São Paulo: Atlas, 2000.
- LE BON, G. **As opiniões e as crenças**. São Paulo: Ícone, 2002.
- LIMA, S. P. **Informação e mercado de capitais, na era da economia virtual**. Tese de mestrado. Florianópolis: USFC, 1999.

- LINTZ, A.; RENYI, L. **Estudo do comportamento de administradores de capital de terceiros frente a situações de risco: uma análise através da teoria das expectativas**. 22º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ANPAD).
- LINTZ, A. C. **Dinâmica das bolhas especulativas e finanças comportamentais: um estudo aplicado ao mercado de câmbio brasileiro**. Tese de Mestrado. USP. São Paulo, 2004.
- MACKAY, C. **Ilusões populares e a loucura das massas**. São Paulo: Ediouro, 2001.
- MILANEZ, D. Y. **Finanças Comportamentais no Brasil**. São Paulo: IPE/USP, 2003.
- MILGRAM, S. **Obedience to authority**. New York: Harper & Row, 1974.
- MOWEN, J. C. **Comportamento do consumidor**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.
- NORONHA, M. **Análise Técnica: teorias, ferramentas e estratégias**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos, 2003.
- SCHIFFMAN, L. G.; KANUK, L. L. **Comportamento do consumidor**. 6. ed. Trad. Vicente Ambrósio. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- SCHWAGER, J. D. **Market wizards: interviews with top traders**. New York: Harper Business, 1999.
- SHAFIR, E.; TVERSKY, A. Thinking through uncertainty: nonconsequential reasoning and choice. **Cognitive Psychology**, v. 24, n. 449-474, 1992.
- SHETH, J. N.; MITTAL, B.; NEWMAN, B. I. **Comportamento do cliente: indo além do comportamento do consumidor**. São Paulo: Atlas, 2001.
- SHILLER, R. J. **Exuberância Irracional**. São Paulo: Makron Books, 2000.
- SOLOMON, M. R. **Comportamento do consumidor: comprando, possuindo e sendo**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- PÓVOA, ALEXANDRE. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Globo, 2004.
- THALER, R. H., MULLAINATHAN, S. **Behavioral Economics**. National Bureau of Economic Research, 2000.
- VON NEUMANN, J.; MORGENSTERN, O. **Theory of games and economic behavior**. New Jersey: Princeton University Press, 1944.

ANEXO

ROTEIRO DA PESQUISA

Faixa etária:

- Até 30 anos
- De 31 a 40 anos
- De 41 a 50 anos
- Acima de 50 anos

Sexo:

- Masculino
- Feminino

1 – Você se considera que tipo de investidor em ações:

- Scalper (realiza operações com duração de minutos)
- Day trader (realiza operações com duração de horas)
- Swing trader (realiza operações com duração de dias)
- Position trader (realiza operações com duração de meses)
- Buy and hold (realiza operações sem duração definida)
- Outro. Especifique:

2 – Qual(is) o(s) motivo(s) para você investir em ações? (múltipla escolha)

- Quero obter um rendimento acima da renda fixa
- Gosto das emoções proporcionadas por esse tipo de investimento

- () Quero complementar minha renda
- () Quero aumentar meu patrimônio substancialmente e me aposentar rápido
- () Quero adquirir independência financeira de forma rápida
- () Outro. Especifique:

3 – Qual seu apetite ao risco?

- () Baixo. Sou um investidor conservador
- () Médio. Considero-me um investidor moderado.
- () Alto. Acredito que grandes riscos proporcionam grandes recompensas.

4 – Ao entrar em uma operação quanto você pretende ganhar?

- () Mais que o CDI médio do período
- () Mais que o Ibovespa médio do período
- () Mais que o IGP-M médio do período
- () Sigo a tendência até ela mudar.
- () Outro. Especifique:

5 – Você utiliza algum sistema de gerenciamento de risco? Qual?

Resposta:

6 – Se utiliza algum sistema de gerenciamento de risco consegue segui-lo com que frequência em seus investimentos?

- () Nunca utiliza – 0%
- () Até 25% das vezes
- () De 26% a 50% das vezes

- De 51% a 75% das vezes
- De 76% a 99% das vezes
- Sempre – 100% das vezes

7 – Para realizar os seus investimentos você se apóia em que tipo de informação?

- Noticário de jornal/TV
- Newsletter sobre investimentos
- Relatório de corretora, analistas de mercado
- Opinião de parentes/amigos
- Análises (técnica e/ou fundamentalista) realizadas por mim
- Não me apóio em nada. Tomo as minhas próprias decisões

8 – Até que ponto você acha que a cobertura econômica da mídia influencia suas decisões de investimento?

- Influencia muito
- Influencia pouco
- Não influencia
- Não sei

9 – E quanto a mídia influencia o mercado em geral?

- Influencia muito
- Influencia pouco
- Não influencia
- Não sei

10 – O que você sente no momento em que coloca uma ordem de compra ou venda no sistema de homebroker?

- Emoção
- Insegurança de perder dinheiro
- Certeza de que vou lucrar
- Tranqüilidade
- Nenhum sentimento/emoção específico
- Não sei responder

11 – Você já se percebeu alguma vez “casado” com uma determinada ação? Com dificuldades de vendê-la ou deixar de comprá-la, mesmo com os indicadores dizendo que não era o melhor momento pra fazê-lo? A que você atribui isso?

Resposta:

12 – Alguma vez você já tentou deixar de operar em um determinado período e não conseguiu?

- Sim, várias vezes
- Sim, pelo menos uma vez
- Senti vontade mas consegui controlá-la
- Nunca
- Não lembro/não sei

13 – Você já sentiu alguma sensação física enquanto está acompanhando o mercado?

- Não
- Sim, sudorese
- Sim, taquicardia
- Sim, tontura
- Sim, insônia
- Sim, euforia
- Sim, outra sensação. Qual?

14 – Se você quiser, utilize este espaço para registrar comentários sobre o tema que você acha relevante e não viu explorado neste questionário.

Resposta:

Obrigado pela participação.