

**Ana Paula Souza Souto Silva**

anapaulassouto@hotmail.com

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Salvador (UNIFACS), com Graduação em Administração pelo Instituto Federal da Bahia (IFBA).

**André Luis Souza**

andre\_financas@yahoo.com.br

Doutor em Engenharia Industrial pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Mestre em Administração e Especialista em Finanças Empresariais, ambos, pelo Núcleo de Pós-Graduação em Administração (NPGA/EAUFBA). Especialista em Contabilidade, Perícia e Auditoria pela Universidade Norte do Paraná, UNOPAR (2017-2018). É Pesquisador Líder do grupo de pesquisa Laboratório de Pesquisa em Finanças, Valoração de Ativos e Sustentabilidade - LABFINVAS do IFBA/Campus de Salvador.

**Faculdade Adventista da Bahia**

BR 101, Km 197 – Caixa Postal 18 – Capoeiruçu - CEP: 44300-000 - Cachoeira, BA

## FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E HEURÍSTICAS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE OS RISCOS DECORRENTES DA PRESENÇA DE VIESES NA TOMADA DE DECISÃO EM FINANÇAS

### RESUMO

Gerenciar as finanças corporativas não é uma tarefa fácil, sobretudo por que o mercado financeiro é cercado por riscos e incertezas que podem afetar as decisões, o que requer dos gestores a integração de conhecimentos que auxiliem no processo decisório. As finanças comportamentais é uma área recente de estudo das finanças que se empenha no estudo da influência comportamental nos processos decisórios com a integração de diferentes áreas do conhecimento. Considerando que os processos decisórios na área financeira podem ser influenciados por falhas de julgamento ou vieses cognitivos, a presente pesquisa objetivou analisar os vieses decorrentes das heurísticas e os possíveis riscos trazidos por esses vieses no processo decisório em finanças. Para tanto, realizou-se um ensaio teórico acerca das finanças comportamentais e heurísticas, com uma abordagem qualitativa e descritiva. Foram utilizados como referência trabalhos acadêmicos difundidos em livros, artigos científicos nacionais e internacionais e publicações disponíveis ao público sobre a temática nos últimos 20 anos. Através das pesquisas, verificou-se indicativos da ocorrência de vieses nas decisões de investimento, orçamento, estimativa de preço e análise de crédito. Os vieses do ajuste insuficiente da âncora, concepções errôneas sobre o acaso e recuperabilidade foram identificados como de maior ocorrência nos estudos. Por fim, conclui-se que riscos oferecidos pelos vieses de heurísticas na decisão em finanças prejudicam a assertividade do julgamento dos agentes financeiros por tendenciá-los ao erro, pois pode comprometer a qualidade do julgamento, das projeções de cenários, preços e investimentos, previsões de vendas e análise de investimento.

### PALAVRAS-CHAVE:

*Finanças comportamentais. Heurísticas. Vieses cognitivos. Processo decisório.*

## 1. INTRODUÇÃO

As finanças comportamentais passaram a ser discutida a partir da década de 1970 e tem como seus principais colaboradores o economista Herbert Simon (1976) - com seus estudos acerca da racionalidade limitada (limitada a disponibilidade de informação, cognição e tempo) e os psicólogos Kahneman e Tversky (1979; 1974) através de estudos que versaram sobre a influência do comportamento do indivíduo no processo decisório em condição de risco e incerteza. Assim, constitui-se em uma das linhas de estudo que dentre outros postulados traz a flexibilização do pressuposto da racionalidade ilimitada das finanças tradicionais na medida em que apresenta os aspectos comportamentais e psicológicos do indivíduo que podem impactar as decisões nas organizações (LOBÃO, 2012).

Dessa forma, as finanças comportamentais trazem no cerne das discussões que a decisão em um ambiente organizacional pode sofrer influências de aspectos mentais, cognitivos e afetivos do indivíduo provenientes da fragilidade humana, o que pode provocar erros sistemáticos nos processos decisórios intitulados de falhas de julgamento ou vieses cognitivos (ANACHE; LAURENCEL, 2013; BAZERMAN; MOORE, 2014; PEREIRA, 2014).

O distanciamento entre o real e o ideal ocorre devido às barreiras ao processamento das informações disponíveis e à vulnerabilidade dos agentes às influências emocionais, sociais e culturais no processo decisório. Essa vulnerabilidade é proveniente da limitação das capacidades, dos recursos e percepções cognitivas refletidas em limitações de memória, cálculo e atenção, o que evidencia a racionalidade limitada dos indivíduos e limitações da quantidade das informações devido a restrições de tempo e custo (LOBÃO, 2012; MACEDO; ALYRIO; ANDRADE, 2007).

No ambiente econômico e financeiro observa-se que nem sempre as informações estão disponíveis para a decisão no tempo requerido pelas metas e objetivos estabelecidos no planejamento estratégico das empresas. Por conta disso, muitas vezes, os gestores são exigidos a realizarem exercícios intuitivos em face do tempo adequado ao teor das decisões e considerando que o acesso a informações robustas sobre o mercado financeiro, a exemplo da decisão de investir no mercado de ações, decisões de compra, de vendas, orçamento, dentre outras, requerem sacrifícios financeiros que nem sempre as organizações estão dispostas a pagar para ter acesso a informações refinadas.

Isso posto, as heurísticas surgem quando o indivíduo é pressionado a ter respostas precisas e rápidas em circunstâncias que envolvem riscos e incertezas. A pressão sofrida gera uma alta carga de *stress* fazendo com que a mente processe as informações através de atalhos para a simplificação do raciocínio e da complexidade do processo decisório através da redução de tempo e esforço. Os atalhos são utilizados de forma prática e involuntária e baseados em experiências e convicções pessoais (CAMPOS, 2013).

Segundo Kahneman e Tversky (1974), os atalhos são regras de bolso, ou regras práticas e mentais intituladas heurísticas, utilizadas involuntariamente. O uso inadequado das regras práticas pode levar os indivíduos a cometerem erros de julgamento. Esses erros são falhas cognitivas

sistemáticas e previsíveis, denominados vieses cognitivos, que direcionam o decisor a tomar decisões equivocadas ou ineficientes.

A possível falta de conhecimento das empresas acerca da presença das heurísticas e seus possíveis vieses no processo de gestão podem implicar, em alguns casos, em riscos que podem tornar os processos decisórios ineficazes e os resultados corporativos ruins (MORITZ; PEREIRA, 2006).

No contexto atual em que as decisões financeiras exigem dos gestores uma postura proativa, fundamentada e analítica, em face da conjuntura global de instabilidade política, crise econômica e volatilidade nos preços dos ativos, com reflexos no mercado financeiro, conhecer as falhas inerentes aos processos decisórios, particularmente as associadas a presença de vieses de heurísticas, podem auxiliar os gestores a reduzir os riscos de decisões equivocadas – devido a escolhas de mecanismos simplificados para alcançar os resultados planejados. Por ser uma área de estudo com poucas pesquisas no Brasil e considerando que os riscos dessas escolhas nos processos decisórios em finanças não estão claramente configurados, a presente pesquisa objetivou analisar os vieses decorrentes das heurísticas e os possíveis riscos trazidos por esses vieses no processo decisório em finanças.

Diante dessa discussão, Campos (2013) afirma que as heurísticas estão fortemente presentes em deliberações de agentes financeiros e conseqüentemente ameaçam a qualidade das mesmas, já que as heurísticas afetam diretamente o julgamento de probabilidade, frequência e previsão, atividades inerentes à área financeira. A presença é observada em diferentes situações no âmbito financeiro, tais como nas decisões investimentos, previsão de compras e vendas, bem como no planejamento e orçamento nas organizações visto que quando apoiado pelos atalhos o decisor ignora princípios matemáticos na construção de probabilidades e previsões.

Essa discussão expõe que as pessoas podem tomar decisões que fogem a racionalidade, pois baseiam-se em atalhos mentais para alicerçar as suas escolhas. Seguindo essa lógica, a presente pesquisa teve por objetivo analisar os vieses decorrentes das heurísticas e os possíveis riscos trazidos por esses vieses no processo decisório em finanças.

A presente pesquisa está estruturada em cinco seções, sendo a primeira composta pela presente introdução. A segunda seção está composta da revisão de literatura, que versa sobre as finanças comportamentais, bem como as heurísticas e a presença de vieses no processo de decisão em finanças. Na sequência, a terceira seção, apresenta-se como a pesquisa foi operacionalizada, ou seja, os procedimentos metodológicos adotados para alcançar o objetivo da presente pesquisa. Já a quarta seção, contemplou a análise e discussão dos resultados alcançados. Por fim, na quinta seção, foram apresentadas as considerações finais.

## 2. REVISÃO TEÓRICA

### 2.1 A MODERNA TEORIA DAS FINANÇAS E AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Para Famá, Cioffi e Coelho (2008) e Assaf (2010) a teoria das finanças tem evoluído ao longo do tempo e essa evolução pode ser compreendida a partir das seguintes abordagens: abordagem tradicional das finanças – que compreendeu as décadas de 1920 e 1930 (foco externo nas questões externas à empresa -captação de recursos) e entre as décadas de 1930 e 1940 (foco nas questões internas, *performance* econômico-financeira); e a abordagem da moderna teoria das finanças – que se iniciou a partir da década de 1950 e vem se perpetuando até os dias atuais, cujos postulados estão centrados nas análises dos investimentos corporativos, estrutura de capital, geração de riqueza, relação risco e retorno e gestão de risco.

De acordo com Assaf Neto (2010) as melhorias nas estruturas organizacionais permitiram que a organizações, por volta da década de 50, aperfeiçoassem as suas decisões para geração de recursos com foco na eficiência das fontes de investimentos e geração de riqueza de modo a aplicar os recursos adequadamente. Mais especificamente a partir da década de 1990 essa perspectiva foi ampliada para os estudos da gestão de risco e retorno financeiro.

Na teoria das finanças tradicionais ou finanças racionais, a premissa estabelecida é a de um ser racional, de comportamento padronizado, como modelo de agente econômico ideal, cujas decisões econômicas individuais ancoram-se em três princípios básicos, quais sejam: (i) a racionalidade perfeita; (ii) o autointeresse perfeito; (iii) informação perfeita (LOBÃO, 2012). A racionalidade perfeita (i) considera a busca exaustiva por melhores alternativas e decisões possíveis para eleger a excelente. No que se refere ao autointeresse perfeito (ii), refere-se a uma conduta motivada por fatores de interesse individual. Já a informação perfeita (iii), parte do pressuposto que as pessoas possuem as informações necessárias para a decisão.

Segundo Famá (1970), o mercado eficiente fundamenta-se no pressuposto de que os preços dos ativos no mercado refletem as informações disponíveis, considerando a inexistência de custos de transação, a existência de equidade no acesso à informação disponível e homogeneidade das expectativas dos investidores quanto aos retornos financeiros. Nesse sentido, destaca Assaf Neto (2010) que os pressupostos da teoria das finanças tradicional são alicerçados nos fundamentos da eficiência de mercado no qual os preços dos ativos são formados pelo tratamento de todas as informações disponíveis, resultando na melhor estimativa de valores e expressam o valor justo.

No que se refere a moderna teoria das finanças modernas, a premissa é a de que os processos racionais ocorrem perfeitamente, cujo processamento das informações é ilimitado e estável, sem a influência de fatores emocionais dos indivíduos (HAUBERT; LIMA, C.; LIMA, M., 2014).

No entanto, Lobão (2012) contesta a eficiência do mercado ao observar a impossibilidade de todos os indivíduos terem conhecimento ilimitado de assuntos diversos e encontrarem restrições

ao acesso e processamento das informações. Ademais, segundo o autor o fato de as finanças racionais não reconhecerem as limitações das capacidades cognitivas dos indivíduos pode inviabilizar a escolha de decisões ótimas.

A moderna teoria das finanças se apoia na racionalidade ilimitada do indivíduo, avesso ao risco, capaz de processar todas as informações e maximizar suas utilidades esperada. Isto posto, a teoria afirma que as decisões humanas culminam racionalmente em alternativas que representem a melhor utilização dos recursos para maximizar os resultados e elevar o nível de satisfação. Assim, baseia-se nas seguintes premissas: (i) racionalidade e aversão ao risco em busca da maximização da utilidade esperada, expectativas racionais e informações perfeitas; (ii) mercados eficientes; e (iii) exploração absoluta das oportunidades de arbitragem (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008; HAUBERT; LIMA; LIMA, 2014).

Em face do exposto, observa-se que a moderna teoria das finanças está alicerçada no pressuposto da racionalidade ilimitada, embora a tomada de decisão não se concretiza desta forma. Ademais, apresenta falhas por ignorar como o comportamento humano influencia o processo decisório devido aos seus aspectos psicológicos e emocionais, temporalidade, aptidões e conhecimento limitado (ANACHE; LAURENCEL, 2013).

Para Anache e Laurencel (2013) existem desvios nas decisões financeiras dos indivíduos no mercado financeiro, ou seja, nem sempre as decisões são racionais, que não são explicados integralmente pela moderna teoria das finanças. É nesse sentido que surge as finanças comportamentais. As primeiras discussões sobre essa área de estudo das finanças foram iniciadas a partir do final da década de 1970. Essa vertente das finanças admite a possibilidade de indivíduos apresentarem atitudes irracionais e decisões influenciadas por emoções e erros cognitivos (HALFELD; TORRES, 2001).

Essa abordagem, que vem crescendo desde a década de 1990, estuda a influência comportamental e psicológica humana nos processos decisórios através da integração de diferentes áreas do conhecimento tais como a administração, finanças, sociologia, economia e psicologia que juntas buscam a compreensão sobre o comportamento das pessoas no mercado financeiro (CHAVES; PIMENTA, 2013; LUCCHESI; SECURATO, 2010; MILANEZ, 2003).

Para Olsen (1988), os limites a racionalidade podem ser percebidos através da formação desordenada dos preços dos ativos, subestimação do risco de perda e a interferência de novas informações relacionadas aos preços, o que contraria os princípios básicos das finanças modernas. Assim, as finanças comportamentais se contrapõem a existência da racionalidade ilimitada ao evidenciar que é possível que agentes heterogêneos tenham os seus comportamentos afetados devido a aspectos de irracionalidade, que podem estar associados a vieses decorrentes das heurísticas.

## 2.2 As Heurísticas e os Vieses

Para o decisor a experiência é fundamental para construção do conhecimento e conseqüentemente para seu desempenho. É neste processo de construção e aprendizagem estruturado através da experimentação que as heurísticas são formadas. Após uma série de erros e acertos, o agente cria regras de bolso, as regras mentais práticas, para auxiliar a tomada de decisão (CAMPOS, 2013).

Essas regras intituladas heurísticas, são atalhos mentais utilizados para simplificação de complexo processo decisório em operações de julgamento. No entanto, por ser baseada em experiências pessoais e nas próprias convicções, as heurísticas propõem soluções generalizadas para problemas específicos. Sendo assim, os atalhos podem ocasionar ilusões cognitivas e tomada de decisão não racional mediante a desconsideração de princípios de probabilidade, estatística e frequência (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

A revisão teórica permitiu a identificação das heurísticas da disponibilidade ligada a facilidade com que ocorrência semelhantes são recuperadas pela memória; da representatividade usada para avaliações de probabilidade com base do seu grau de representação; e da ancoragem e ajustamento ou da confirmação usada em avaliações a partir da determinação e um valor âncora seguido pelo seu ajuste. As heurísticas e as possíveis falhas resultantes do seu uso estão apresentadas no Quadro 1.

Heurísticas	Vieses cognitivos	Referências
Da disponibilidade	Facilidade de lembrança	Lacerda (2010); Campos (2013); Antar (2015); Lima Filho (2010).
	Recuperabilidade	
	Imaginabilidade	
	Associações pressupostas/correlação ilusória	
Da representatividade	Insensibilidade aos índices básicos	Macedo e Fontes (2008); Quintanilha e Macedo (2013); Pontes (2009); Lacerda (2010); Campos (2013); Lima Filho (2010).
	Insensibilidade ao tamanho da amostra	
	Interpretações errada da chance	
	Insensibilidade à previsibilidade	
	Ilusão de validade	
	A falácia da conjunção	
Da ancoragem e ajustamento ou da confirmação	Concepções errôneas sobre regressão à media	Luppe (2006); Boguea e Barros (2008); Campos (2013); Lima Filho (2010); Pontes (2009); Antar (2015); Chaves e Pimenta (2013)
	Ajuste insuficiente da âncora ou ancoragem	
	Vieses de eventos conjuntivos e disjuntivos	
	A armadilha da confirmação	
	Previsão retrospectiva e a maldição do conhecimento	
	Ancoragem na avaliação de distribuições subjetivas de probabilidade	
Excesso de confiança		

**Quadro1:** Heurísticas e vieses cognitivos de acordo com a literatura

**Fonte:** Elaborado pelos autores a partir de dados da pesquisa.

A seguir, apresenta-se as definições e conceitos relacionados às heurísticas da disponibilidade e os vieses cognitivos.

## 2.2.1 HEURÍSTICAS DA DISPONIBILIDADE

Para Kahneman e Tversky (1974), a heurística de disponibilidade é uma estratégia útil para avaliar a frequência ou probabilidade da ocorrência de eventos. Assim, a heurística é reflexo da predisposição humana em negligenciar informações mais abstratas ou mais complexas de serem acessadas, como informações não familiares, e contemplar eventos mais vívidos na memória, como os de maior carga emotiva (ANTAR, 2015; MACEDO; ALYRIO; ANDRADE, 2007).

O viés, em função da capacidade de lembrar de forma rápida, acontece quando os eventos mais facilmente recuperados na memória aparentam ser mais volumosos quando comparados com eventos de difícil recuperabilidade ou disponibilidade, mesmo que possuam a mesma quantidade de ocorrências, visto que a facilidade da lembrança ocorre na proporção da sua familiaridade (MACEDO *et al.* 2003; KAHNEMAN; TVERSKY, 1974). Sendo assim, quanto mais familiarizados com os eventos, ou quanto maior for a eminência dos exemplos, mais vivo na memória estará.

Já em relação ao viés da recuperabilidade ocorre quando a estrutura mental ou de memória do indivíduo afeta o modo pelo qual buscam-se avaliar a frequência dos eventos (MACEDO *et al.* 2003). Bazerman e Moore (2014) afirma que recuperabilidade está relacionada com a facilidade relativa em lembrar fatos, pessoa ou palavras.

Segundo Kahneman e Tversky (1974) o viés da imaginabilidade refere-se às situações em que a ocorrência de eventos não está acessível na memória, mas podem ter exemplos criados na mente com base nas descrições. Assim, as pessoas tendem a avaliar a frequência de um fenômeno a partir da predisposição com que os exemplos podem ser construídos pela imaginação. Entretanto, a facilidade da construção não representa a verdadeira frequência (FERREIRA, 2007; KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

No que se refere ao viés da associação pressuposta ou correlação ilusória representa a avaliação, desacertada, da repetição de dois eventos acontecerem conjuntamente. A avaliação de frequência é feita de acordo com a força do vínculo associativo entre eles e eventos semelhantes ocorridos, mesmo quando exposta a dados contraditórios que não fortaleçam a superestimação dessa frequência (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974). Essa avaliação provoca estimativas equivocadas da ocorrência de dois fenômenos, simultaneamente, quando há fortes associações com lembranças de exemplos devido a experiências passadas e/ou interferências sociais (BAZERMAN, 2004).

Com o objetivo de dispor de elementos práticos decorrentes do mercado financeiro, os agentes econômicos baseiam as suas decisões na representatividade de estereótipos (CAMPOS, 2013). O uso de estereótipos para alicerçar as decisões é típico da heurística da representatividade, apresentada a seguir.

## 2.2.2 HEURÍSTICA DA REPRESENTATIVIDADE

Segundo Kahneman e Tversky (1974) a heurística da representatividade refere-se à inclinação das pessoas em focar sua atenção em particularidades que possam ter alguma correspondência com estereótipos criados anteriormente ao fazer um julgamento em processo de decisões. Feitosa, Rogers e Rogers (2014) acrescentam que a interferência do julgamento ocorre, na maioria dos casos, a partir de modelos/estereótipos insignificantes ou comparações ingênuas. Estereótipos são pressupostos criados baseados em generalizações de situações passadas quanto ao comportamento e características de indivíduos ou eventos (HAUBERT; LIMA; LIMA, 2014).

Para Bazerman e Moore (2014) os indivíduos têm a maior probabilidade de usar a heurística da representatividade ao responder aos problemas relacionados com amostragem. Este tipo de heurística demonstra a inclinação das pessoas a desenvolverem previsões de resultados futuros a partir de presunções de correlação com os dados de resultados passados.

O resultado da procura por estereótipos para alicerçar as decisões pode transformar-se em vieses de: insensibilidade dos índices básicos; insensibilidade à dimensão da amostra; interpretação errada da chance; insensibilidade à previsibilidade; ilusão de validade; falácia da conjunção; e concepções errôneas sobre regressão à média (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

Em relação à insensibilidade aos índices básicos, esta ocorre quando, ao avaliar a possibilidade de eventos, o indivíduo desconsidera os índices básicos focando a atenção em qualquer outra descrição informativa de pouca ou nenhuma relevância (BAZERMAN; MOORE, 2014; MACEDO *et al.* 2003). Os índices básicos representam a probabilidade anterior que é a frequência a partir de resultados anteriores (PONTES, 2009). Bazerman (2004) explica que essa insensibilidade é vista quando indivíduos ao avaliar a abertura de um negócio aprecia na maior parte do tempo o sucesso do seu negócio e dedica pouca atenção aos dados relativos a negócios fracassados.

Já no que se refere à insensibilidade ao tamanho da amostra, ocorre quando há uma falha na avaliação de importância acerca das informações sobre a amostra visto que a sua dimensão tende a não influenciar o processo intuitivo, apesar de ser parte importante do julgamento intuitivo (BAZERMAN; MOORE, 2014; KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

No que se refere à leitura equivocada das chances, representa situações a partir das quais os dados gerados de forma aleatória e independentes são interpretados como aleatórios, mesmo quando não há dados estatísticos suficientes para obter essa conclusão (BAZERMAN; MOORE, 2014).

Em julgamentos enviesados pela insensibilidade à previsão, o padrão de descrições favoráveis não é influenciado pela confiabilidade da descrição (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974). Portanto, se for oferecida determinadas descrições para que seja elaborado uma previsão, a previsão tende a ser reflexo das descrições dadas, sem haver o questionamento da confiabilidade ou precisão das descrições. Segundo Pontes (2009), a insensibilidade à previsão é vista quando o indivíduo se ampara em simples descrições que não oferecem nenhuma informação relevante para a decisão.

A ilusão de validade acontece quando as informações recebidas se encaixam com os resultados

esperados. A resultante é uma confiança inabalável na própria previsão a ponto de validá-la. No entanto compromete a precisão da previsão, mesmo com o indivíduo ciente dos limites à exatidão da previsão (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

No que se refere ao viés da falácia da conjunção, refere-se à situação na qual as pessoas tendem a ignorar o princípio estatístico que afirma que a combinação de uma ou mais descrições não pode ser mais provável do que uma de suas definições (QUINTANILHA; MACEDO, 2013).

Em relação a concepção errônea sobre regressão à média representa a disposição dos indivíduos em ignorar a tendência de eventos regredir aos níveis médios após auferir níveis extremos, considerados excepcionais (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

### 2.2.3 HEURÍSTICAS DE ANCORAGEM E AJUSTAMENTO

A heurística da confirmação, como é conhecida as heurísticas de ancoragem e ajustamento ocorre quando a avaliação e estimativas são feitas com base em valores iniciais de base, denominados de âncoras, que sofrerão ajustes até a obtenção da decisão final. A âncora é o ponto de partida para o ajustamento. As estimativas de valores iniciais são sugeridas a partir da formulação do problema ou podem ser resultados de cálculos parciais (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974). Segundo Zindel (2008) essa heurística utiliza a seleção de uma estimativa quantificável como valor inicial que deverá ser ajustada ao resultado real a partir de acréscimos de novas informações na solução de problemas.

Por sua vez, Bazerman (2004) sugere que a âncora é derivada de antecedentes históricos, ou eventos passados, pela forma de apresentação do problema ou informações aleatórias. Feitosa, Rogers e Rogers (2014) e Haubert, Lima e Lima (2014) destacam também a influência de crenças e opiniões prévias na fixação de âncoras, que podem ocorrer a partir de informações acerca da previsão de profissionais, preços, compras ou vendas anteriores.

Quando se utiliza o atalho da ancoragem a estimativa tende a ser próxima ou reflexo dos valores utilizados como âncora. Conforme o valor da âncora, poderá haver ajustes insuficientes que comprometerão o resultado final, enviesamento na avaliação de eventos conjuntivos (combinação de um ou mais) e disjuntivos (ocorrências separadas) e na avaliação de distribuição subjetivas de probabilidade (PONTES, 2009; KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

No que se refere ao ajuste insuficiente da âncora, Russo e Schomaker (1993) indicam que normalmente a âncora utilizada como base não sofre ajustes suficientes capazes de obter um resultado satisfatório. Segundo os autores, isso ocorre porque a âncora afeta significativamente o julgamento de quem decide, impedindo-o de que a decisão se aproxime do ideal.

Os vieses decorrentes de eventos conjuntivos e disjuntivos ocorrem em virtude da inclinação à superestimação de fenômenos conjuntivos e subestimação de eventos disjuntivos. A possibilidade

de ocorrer fenômenos disjuntivos é mais alta quando comparado aos eventos conjuntivos. Isso ocorre em virtude da sua independência, visto que uma determinada ocorrência não está subordinada a ocorrência de outro (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974). Para Bazerman (2004) a superestimação de eventos conjuntivos é uma explicação para a fixação de cronogramas otimistas, com elaboração de planejamento multiestágio.

Bazerman e Moore (2014), em complemento aos estudos de Kahneman e Tversky (1974), discutem os vieses da armadilha da confirmação, previsão retrospectiva e a maldição do conhecimento e excesso de confiança. A armadilha da confirmação expressa a tendência em aceitar hipóteses provisionadas como verdadeira, mesmo que isso exige a construção de memórias falsas.

Para evitar esse viés, Bazerman e Moore (2014) orientam o decisor a buscar evidências na negação, ou seja, buscar teorias que sejam contra a hipótese do decisor na tentativa de testar as hipóteses criadas intuitivamente. Assim, com esse viés a decisão é direcionada pelas convicções, mesmo quando erradas, e reduzindo o esforço das pessoas de pesquisar sua veracidade sem questionar a falsidade das hipóteses construídas com base nas próprias crenças. Posto isso, tendem a construir hipóteses que confirmem as próprias expectativas.

Para Bazerman e Moore (2014, p. 82), o viés da previsão retrospectiva e a maldição do conhecimento expressa que “[...] o conhecimento de um fenômeno aumenta a crença de um indivíduo sobre até que ponto ele ou ela teria previsto o resultado sem o benefício daquele conhecimento...”. Sendo assim, há inclinação dos indivíduos em superestimar o acerto das suas previsões após serem informados da resposta correta, visto que a previsão retrospectiva é ancorada no resultado do evento fornecido a posteriori.

Por fim, no que se refere ao viés de excesso de confiança, trata-se da inclinação das pessoas a serem exageradamente confiantes em suas decisões principalmente em contextos nos quais as decisões são complexas, o que os levam a superestimar a sua probabilidade de acertos (BAZERMAN; MOORE, 2014; CHAVES; PIMENTA, 2013).

### **2.3 VIESES COGNITIVOS E OS REFLEXOS NA TOMADA DE DECISÃO EM FINANÇAS**

A decisão é um processo contínuo de ideias e influenciado pela dificuldade do problema, pelo conhecimento necessário, pela situação e pelos atributos dos atores envolvidos (LINDENBERG, 2010). Segundo Simon (1970), em um processo decisório as alternativas deverão ser analisadas e a escolha definida com base na opção mais adequada aos objetivos do decisor. Sendo assim, a tomada de decisão é fruto de um fluxo de ações humanas e comportamentais, a partir da seleção racional ou não, de dados e informações de acordo com os objetivos fixados (ANACHE; LAURENDEL, 2013; FERREIRA, 2010).

Segundo Simon (1970) as variáveis que compõe o processo de decisão devem contemplar: (i) o tomador de decisão; (ii) objetivos; (iii) preferencias de escolha; (iv) estratégias para alcançar os

objetivos; (v) situação ou aspectos do ambiente que afetam sua decisão e podem não estar no seu controle, conhecimento ou compreensão; (vi) resultado ou consequência da estratégia utilizada.

Segundo Mortiz e Pereira (2006, p. 64) os fatores influenciadores da construção de uma decisão consideram: “efeito de posição: a posição que o indivíduo ocupa e que condiciona seu acesso as informações relevantes para o processo decisório; e o efeito de disposição: aspectos mentais, cognitivos estruturados a partir de experiências passadas”.

Bazerman (2004) acrescenta que dois modelos distintos estruturam uma decisão. O modelo racional, ou normativo, que descreve como as decisões deveriam ser tomadas considerando aspectos lógico-rationais, e o modelo descritivo que define como as decisões são realmente tomadas considerando aspectos comportamentais. Para Tonetto et al. (2006) é preciso associar esses dois modelos com o intuito de minimizar as falhas existentes em ambos a partir da compreensão dos vieses existentes para que seja possível encontrar a forma ideal de se chegar a decisão ótima.

Nesse processo, a intuição proporciona o processamento das informações de forma automática e com rapidez, no entanto, deixa escapar detalhes e normalmente não processa todas as informações disponíveis sofrendo influência emocionais, físicas e comportamentais do indivíduo (RUSSO; SCHOEMAKER, 1993).

Em condições de incertezas e riscos, embora se possa fazer estimativas, não há clareza quanto as consequências da decisão. Na condição de incerteza, há indisponibilidade de informações sobre as alternativas e consequências das ações (PEREIRA, 2014; TONETTO et al., 2006).

Segundo Steiner et al. (1998) as fontes causadoras de incertezas são: a ausência de controle, gerado por forças humanas ou da natureza, além de insuficiência de recursos, informação ou tempo; ausência de tempo; e ausência de informação: presença de informações inadequadas, inconfiáveis, imprevisíveis ou tempo insuficiente para processá-la.

Segundo Feitosa, Rogers e Rogers (2014), Ferreira (2010) e Lindenberg (2010), as heurísticas, ou atalhos cognitivos, são técnicas comuns, ou métodos de investigação simples e rápidos que facilitam as decisões em ambientes complexos, contribuem no tratamento de volumes elevados de informações, principalmente, em situações de tempo escasso ou ausência de dados através da descoberta de fatos de forma, muitas vezes, intuitiva.

Milanez (2003) acrescenta que a necessidade de criar atalhos para tomar decisões com custos relativamente baixo ocorre em virtude das limitações de informações. As heurísticas também são vistas como regras práticas, ou estratégias simplificadoras utilizadas como ferramenta para driblar a complexidade de ambientes e tornar mais rápidas as escolhas (STEINER *et al.*, 1998).

Sendo assim, apesar das regras heurísticas serem simplificações que objetivam decisões satisfatórias e viabilizam a promoção de decisões rápidas e econômicas, nem sempre o nível satisfatório é alcançado (MILANEZ, 2003). As possíveis falhas de julgamento derivado do uso indevido das regras intuitivas podem resultar em conflitos entre o esforço cognitivo despendido e a precisão na resolução do problema (RUSSO; SCHOEMAKER, 1993). Acrescenta Bandura, Azzi

e Polydroro (2008) que a emoção aplicada no processo decisório pode causar instabilidade e falta de controle.

Segundo Bazerman e Moore (2014), as ilusões cognitivas são erros sistemáticos no processo decisório provenientes das fragilidades humanas. Em concordância, Russo e Schoemaker (1993) afirmam que esses vieses são atalhos enganosos provenientes do uso indevido dos atalhos cognitivos.

A capacidade do cérebro humano tem limitações, assim como o processo cognitivo de informações sofre limitações de aspectos subjetivos relacionados as experiências do indivíduo e suas crenças independente dos aprimoramentos (MORITZ; PEREIRA, 2006). O tempo economizado no processo de tomada de decisão com o uso das heurísticas, pode não ser vantajoso quando há a perda da qualidade da decisão. As etapas de melhoramento das decisões perpassam pelas três etapas críticas do processo decisório apresentadas pelos autores: identificação e compreensão da existência das deficiências de julgamento; busca por explicações acerca das origens dessas deficiências; e garantia de que a deficiências não serão tratadas como ameaças à autoestima dos indivíduos.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICAS**

#### **3.1 Caracterização da Pesquisa**

Para alcançar o objetivo proposto nesta pesquisa, realizou-se um estudo exploratório, de natureza bibliográfica, com uma abordagem descritiva e qualitativa. Nesse sentido, foram utilizadas referências teóricas resultantes de trabalhos anteriores difundidos em livros, artigos científicos nacionais e internacionais e publicações disponíveis ao público sobre a temática. Assim, trata-se de um ensaio teórico acerca das finanças comportamentais e heurísticas.

#### **3.2 Estratégias Metodológicas**

A estratégia metodológica utilizada para alcançar o objetivo da presente pesquisa foram as apresentadas no Quadro 2, a seguir.

Objetivo	Estratégias
<p><b>Discutir os vieses oriundos das heurísticas e os possíveis riscos trazidos por esses vieses no processo de decisão em finanças</b></p>	Coleta e leitura de trabalhos acadêmicos acerca do tema.
	Identificação das heurísticas, vieses cognitivos, ocorrências e sujeito da pesquisa dos trabalhos coletados.
	Classificação dos vieses de acordo com as heurísticas causadoras, ocorrência em finanças, sujeito da pesquisa e autores.
	Pesquisa e identificação dos impactos em atividades financeiras constatados nos trabalhos coletados causado pela ocorrência dos vieses.
	Classificação dos riscos em finanças causados pela sua ocorrência vieses de acordo com os vieses cognitivos encontrados na literatura e as heurísticas causadoras.

**Quadro 2:** Estratégias metodológicas

**Fonte:** Elaborado pelos autores.

### 3.3 Etapas e Procedimentos

A primeira etapa da presente pesquisa consistiu-se da fase exploratória que permitiu uma maior aproximação e domínio do problema, exploração do tema tendo como objetivo torná-lo conhecido e ampliar as possibilidades de procedimentos para investigação através do levantamento bibliográfico e documental. A pesquisa bibliográfica utiliza referências teóricas resultantes de trabalhos anteriores difundidos em livros e publicações disponíveis ao público sobre o tema utilizados como base para o aprofundamento do estado da arte, para o desenvolvimento da análise crítica e alcance dos objetivos (GERHARDT; SILVEIRA, 2009).

Já na segunda etapa foi estabelecido o tema da pesquisa e definição do problema. Na terceira etapa foram estabelecidas as estratégias para desenvolvimento do trabalho e alcance do objetivo levando em considerações as limitações de tempo e recorte do tema.

No tocante a quarta etapa, procedeu-se a identificação das heurísticas, classificação dos vieses cognitivos, análise e discussão dos impactos dos vieses na área de finanças, a partir de uma perspectiva crítica, descritiva.

Por fim, na quinta e última etapa procedeu-se as considerações finais da pesquisa.

### 3.4 Limitações

O presente ensaio teórico limitou-se a analisar as produções brasileiras utilizando o recorte temporal de produções a partir do ano 2000 até os dias atuais, considerando que se trata de um tema ainda incipiente na literatura nacional, o que gerou dificuldades na obtenção de referências

mais recentes. Foram estudados apenas os trabalhos que apresentaram os vieses cognitivos oriundos das heurísticas aplicadas às finanças. Assim, o trabalho limita-se a realização de um ensaio teórico, com o objetivo de explorar e discutir os aspectos teóricos e práticos discutidos na literatura sobre a temática.

#### **4. ANÁLISE DOS RISCOS DECORRENTES DAS HEURÍSTICAS DE ACORDO COM OS VIESES NO PROCESSO DE DECISÃO EM FINANÇAS**

##### **4.1 OS VIESES DE HEURÍSTICA E SUAS TIPOLOGIAS**

Conforme discutido na revisão de literatura, observou-se uma sinalização da presença de vieses em cenários que abrangem realização de investimento, orçamento, estimativa de preço e análise de crédito visto que são atividades financeiras que envolve alta complexidade com a presença de risco e incerteza.

A seguir, por meio do Quadro 3, estão apresentados os vieses de heurísticas identificados por esta pesquisa e as suas tipologias.

Heurísticas	Vieses	Ocorrências	Sujeito da pesquisa	Autores
<b>Disponibilidade</b>	Facilidade de lembrança	Investimento em mercado de ações	Investidores individuais brasileiros	Lacerda (2010)
		Investimentos	Revisão literária	Campos (2013)
	Recuperabilidade	Investimento em mercado de ações	Investidores individuais brasileiros	Antar (2015)
		Orçamento	Estudantes de pós-graduação de Salvador/BA	Lima Filho (2010)
	Investimentos	Revisão literária	Campos (2013)	
Associações pressupostas	Investimento em mercado de ações	Investidores individuais brasileiros	Lacerda (2010)	
<b>Representatividade</b>	Falácia da conjunção	Análise de crédito	Analistas contábil-financeiros	Macedo e Fontes (2008)
			Estudantes de graduação em ciências contábeis	Quintanilha e Macedo (2013)
	Concepção errônea do acaso	Orçamento de vendas	Analistas contábil-financeiros	Macedo e Fontes (2008)
			Estudantes de graduação em ciências contábeis	Quintanilha e Macedo (2013)
		Investimento em mercado de ações	Gestores das micro e pequenas empresas do comércio varejista de Fortaleza/CE	Pontes (2009)
			Investidores individuais brasileiros	Lacerda (2010)
	Investimentos	Revisão literária	Campos (2013)	
	Insensibilidade à previsibilidade	Investimento em mercado de ações	Investidores individuais brasileiros	Lacerda (2010)
		Orçamento	Estudantes de pós-graduação de Salvador/BA	Lima Filho (2010)
	Ilusão da Validade	Investimento em mercado de ações	Investidores individuais brasileiros	Lacerda (2010)
			Revisão literária	Campos (2013)
	Concepções errôneas sobre regressão à media	Investimentos	Revisão literária	Campos (2013)
			Alunos da Insper de São Paulo.	Antar (2015)
<b>Ancoragem e ajustamento ou da confirmação</b>	Ajuste insuficiente da âncora	Estimativa de preço	Estudante de graduação da faculdade de economia, administração e contabilidade da USP.	Luppe (2006)
		Investimentos	Investidores individuais brasileiros	Bogea e Barros (2008)
			Revisão literária	Campos (2013)
		Orçamento	Estudantes de pós-graduação de Salvador/BA	Lima Filho (2010)
	Investimento em mercado de ações	Gestores das micro e pequenas empresas do comércio varejista de Fortaleza/CE	Pontes (2009)	
	Vieses de eventos conjuntivos e disjuntivos	Investimentos	Alunos do Insper de São Paulo	Antar (2015)
	Excesso de confiança	Investimentos	Investidores individuais brasileiros	Bogea e Barros (2008)
Clientes de uma corretora de valores de Goiânia			Chaves e Pimenta (2013)	

**Quadro 3:** Classificação dos vieses de heurísticas discutidas na literatura

**Fonte:** Elaborado pelos autores.

Conforme apresentado no Quadro 3, as heurísticas identificadas na revisão de literatura compreenderam as heurísticas de ancoragem e ajustamento ou da confirmação, heurísticas de representatividade e heurísticas de disponibilidade.

No tocante a heurística da ancoragem e ajustamento ou da confirmação ocorre quando o processo decisório é simplificado através do uso de um âncora, ou um valor inicial utilizado como referência, ajustado para a decisão final ser alcançada. Essa regra é observada na realização de previsões para elaboração de orçamento, realização de investimento e estimativa de preços. Para a construção de uma previsão, pode-se utilizar diversos pontos de partida, ou âncora, e cada âncora, após ajustada, resultará de diferentes previsões.

A âncora pode ser determinada por um evento passado ou por uma escolha aleatória e podem não ser percebidas conscientemente. Como exemplo, pode-se observar as decisões de compra de ações, na qual é comumente observado como âncora o preço anterior das ações, que é utilizado como base para se chegar ao preço futuro das ações (MACEDO; FONTES, 2008).

Ainda nesse sentido, Luppe (2006) destaca que o nível de percentual de desconto, por exemplo, serve como âncora para a decisão final do consumidor. Assim, ao oferecer promoções de uma linha inteira de produto com diferentes descontos, profissionais devem promover a linha apenas com o nível máximo de desconto. Desta forma, a apresentação do desconto irá influenciar a percepção do consumidor quanto a economia da compra, incentivando-a.

Para Feitosa, Rogers e Rogers (2014) esse tipo de heurística é fortemente identificado na percepção e estimativa de produtos e serviços, visto que os valores arbitrários exercem forte influência nessas atividades, atuando como âncoras. Isso posto, quanto menor a confiança ou o conhecimento acerca do preço, maior a probabilidade de influência do valor arbitrário, ou âncora, para as estimativas.

Segundo Luppe (2006), a influência da heurística de ancoragem e ajustamento pode ser percebida, por exemplo, nas estimativas de riscos e incertezas na avaliação de preço e imóveis, avaliação de desempenho futuro, em negociações e no mercado de consumo. Ocorre em situações de investimento em razão da confiança exagerada do indivíduo nas suas habilidades para atuar no mercado sendo mais presente quando o *feedback* é tardio e inconclusivo e em decisões com o nível de dificuldade elevado. Tendo em vista que o *feedback* do mercado financeiro é controverso, torna-se um ambiente favorável para a presença do excesso de confiança (BOGEA; BARROS, 2008). Bogeia e Barros (2008) destacam que profissionais mais experientes, com maior tempo de trabalho ou idade avançada, são mais confiantes em suas habilidades e opiniões, tornando-se vulneráveis ao viés excesso de confiança.

Segundo Chaves e Pimenta (2013), investidores mais experientes tendem a confiar excessivamente em si, desprezando as avaliações e opinião dos demais agentes atuantes do mercado, o deixando em uma situação de maior risco financeiro. Feitosa, Rogers e Rogers (2014) acrescentam que fatores psicológicos entranhados na cultura do investidor e a personalidade individualista exercem influência considerável sobre sua postura de investidor e percepção de risco financeiro, alterando a confiança em suas habilidades e sua disposição de risco.

Já com relação a heurística da representatividade ocorre quando a probabilidade é avaliada com base

na representatividade de classes semelhantes estereotipadas. Esta heurística é comumente vista por influenciar a percepção dos investidores quanto a possibilidade de valorização de um investimento a partir de uma avaliação estereotipada. No entanto, ao ser utilizada, pode blindar o investidor da percepção de princípios estatísticos como identificado em cada falha cognitiva encontrada na literatura (MACEDO; FONTES, 2008; QUINTANILHA; MACEDO, 2013).

Para Lima Filho (2010) em situações em que as informações utilizadas são extremas, a representatividade é utilizada com maior frequência para indicar probabilidade. O autor sugere a ponderação das informações usadas e propostas para amenizar os impactos negativos da heurística de representatividade. Assim, destaca a importância da distinção entre a especificidade de um evento e seu grau de probabilidade. Quando confundidos, alguma característica particular pode ser estereotipada e, portanto, interpretada como mais representativa.

De acordo com Antar (2015), a heurística da representatividade é uma das heurísticas que afetam as decisões financeiras mais importantes por negligenciar princípios básicos de estatísticas representados em cada viés que esta pode ocasionar.

No que se refere a heurística da disponibilidade representa a simplificação do processo decisório quando o indivíduo avalia a possibilidade de um evento a partir da sua comparação com outros eventos disponíveis na memória. A facilidade com que exemplos ou situações parecidas são recordados está diretamente relacionada com a avaliação da frequência ou probabilidade do evento principal embora possa não estar relacionada com estas de fato. Sua utilização pode ser útil, em virtude de os eventos mais frequentes serem facilmente trazidos a memória em relação aos de menos frequência (MACEDO; ALYRIO; ANDRADE, 2007).

Isso posto, o atalho da disponibilidade é fortemente utilizado para a estimação de frequência e probabilidade, atividade inerentes do universo das finanças, que está diretamente relacionada com a memória, a imaginação, vividez, familiaridade e proximidade com o tempo, motivo pelo qual é considerada uma das heurísticas mais frequentes (LIMA FILHO, 2010; LUPPE, 2006; MACEDO; FONTES, 2008).

Segundo Lacerda (2010), ao realizar investimento, mesmo que de baixo risco, os investidores costumam avaliar apenas a rentabilidade, não se atentando para as taxas, tributos e descontos da inflação que podem alterar a rentabilidade do investimento. Para o autor, isso ocorre na tentativa de simplificar as decisões por meio da redução da complexidade da avaliação da probabilidade e previsão de valores proporcionada pela utilização da heurística da disponibilidade.

Em pesquisa realizada por Lacerda (2010), que investigou se o nível de conhecimento sobre mercado de capitais reduz ou não decisões e/ou julgamentos baseado nas heurísticas, utilizando para tanto técnicas de entrevistas, por meio de questionário aplicado a dois grupos distintos (profissionais com experiência e com menos conhecimento), o autor verificou que os investidores com maior conhecimento técnico e teórico sobre o mercado de capitais tem menos chances de avaliar utilizando as heurísticas de representatividade e da disponibilidade.

Isso posto, evidencia que a heurística da disponibilidade está presente no campo dos investimentos quando a decisão é alicerçada em informações mais facilmente disponibilizadas, mesmo que inconsistentes,

sendo indícios de uma busca por informações financeiras simples e objetivas a fim de simplificar a decisão (LACERDA, 2010).

Diante do exposto, na sequência buscou-se discutir os riscos decorrentes da presença de heurísticas.

#### *4.2 Os Riscos Oferecidos Pelos Vieses De Heurística Nas Decisões Em Finanças*

Os riscos identificados por meio dessa pesquisa associados a presença das heurísticas podem ser observados a partir do Quadro 4, apresentado a seguir.

Heurísticas	Vieses	Riscos em finanças
Disponibilidade	Facilidade de lembrança	Construir previsões de mercado a longo prazo com base no estado recente das condições econômicas
		Fazer construção probabilística de cenários apoiada no carácter extraordinário de situações passadas, não na sua frequência
	Recuperabilidade	Ter propensão em investir em ações que estão em maior evidência na mídia ou com maior volume de negociações
		Realizar decisões de investimento pautadas na repercussão e exposição das informações, e não de acordo com sua relevância e realidade
Associações pressupostas	Priorizar decisões e projetos mais fáceis, porém com eficiência duvidosa	
Representatividade	Falácia da conjunção	Analisar equivocadamente índices de investimentos
	Concepção errônea do acaso	Projeção de cenários a partir de percepções intuitivas e associativas de distribuição de probabilidade
		Realizar orçamento de vendas em busca de uma distribuição aleatória de probabilidade
		Percepções equivocadas sobre o desempenho das ações.
		Projetar performance futura das ações baseadas somente nos retornos históricos
	Insensibilidade à previsibilidade	Prever preços e performance futura de ações alicerçadas na crença da continuação da tendência passada dos preços
		Criar bolhas financeiras/especulativas
		Dificuldade em perceber a validade de análises e previsões significativas
	Ilusão da validade	Utilizar informações irrelevantes ou pouco importantes para elaboração de orçamentos
		Optar por estratégias de investimentos e de elaboração de orçamento equivocadas
Insensibilidade ao tamanho da amostra	Tomar decisões de investimento baseadas no desempenho global do mercado, não no desempenho do mercado de ações.	
Concepções errôneas sobre regressão à média	Essa pesquisa não conseguiu identificar riscos na literatura discutidos pelos trabalhos utilizados associados a esse viés.	
Ancoragem e ajustamento ou da confirmação	Ajuste insuficiente de âncora	Construir previsão otimista de ganhos futuros apoiada em resultados passados extremos
		Prever o resultado da empresa extremamente próxima das previsões da média setor em que atua
		Realizar previsão otimista quando a previsão do lucro por ação é menor do que a média do setor em que atua
		Superestimar a previsão do lucro por ação de empresas
	Vieses de eventos conjuntivos e disjuntivos	Construir comparações inadequadas de investimentos a partir de previsões insuficientes de resultados
		Essa pesquisa não conseguiu identificar riscos na literatura discutidos pelos trabalhos utilizados associados a esse viés.
Excesso de confiança	Gestão arriscada	
	Subestimar risco e obter prejuízos	
	Manutenção de posições perdedoras e/ou diversificação inadequada dos investimentos	

**Quadro 4:** Riscos oferecidos pelos vieses de heurísticas na decisão em finanças

Fonte: Elaborado pelos autores.

*Em relação ao Quadro 4, no que se refere ao viés falácia da conjunção o indivíduo tende a ignorar involuntariamente ou por falta de conhecimento o princípio da probabilidade, cuja “probabilidade de cada evento independente é necessariamente maior que a probabilidade de acontecimentos de todos estes juntos” (QUINTANILHA; MACEDO, 2013, p. 17).*

*Macedo, Alyrio e Andrade (2007), acrescentam que erroneamente permite-se que eventos com alta probabilidade aumentem a percepção da possibilidade de ocorrência dos eventos menos prováveis quando associados até equipará-los. Desta forma, torna-se a conjunção mais provável.*

*Quanto ao viés concepção errônea do acaso um dos seus impactos é realização de orçamento de vendas em busca de uma distribuição aleatória de probabilidade visto que ao se deparar com a ocorrência de eventos sucessivos, o indivíduo tende a ignorar a possível independência entre estes eventos e acreditar em uma representação aleatória de probabilidade de recorrência (QUINTANILHA; MACEDO, 2013).*

*Tendo como base o conceito do viés da concepção errônea do acaso, os investidores, por exemplo, buscam pela manutenção da distribuição passada dos preços das ações como resultado da busca por uma continuação da tendência dos preços, pois é mais representativa para o investidor avaliar a distribuição das previsões futuras dos preços das ações como uniformes (MACEDO; FONTES 2008).*

*A crença na perpetuação de desempenho passado dos preços de ativos leva os agentes econômicos a subestimar a probabilidade dos resultados de se manterem, elevando assim a demanda por ações. Se a oferta não aumentar para atender a demanda, ou se o mercado não emitir mais ações, ocorrerá um aumento dos preços dos ativos que estimulará os investidores a acreditar no bom desempenho das ações, gerando assim uma bolha especulativa (CAMPOS, 2013).*

*O enviesamento pela insensibilidade à previsibilidade, decorre do fato de ignorar a previsibilidade declarada pelo especialista cujas análises merecem fazer parte da avaliação visto que são baseadas em técnicas e exames detalhados e realizado com o nível de conhecimento de um especialista. Este viés é fortemente observado em decisões de investimento, como mencionado por Lacerda (2010), sendo os investidores experientes mais expostos a este viés, uma vez que os decisores demonstraram-se excessivamente confiantes nas próprias habilidades e opiniões o que dificulta a percepção e aceitação da relevância das análises de especialistas.*

*Campos (2013) sinaliza a tendência dos investidores em realizar investimentos em ações de empresas com bom desempenho, ao invés de estudar o seu desempenho no mercado de ações. Nesta situação é reconhecido o viés da ilusão da validade, visto que o investidor confunde o bom desempenho da empresa e os bons resultados publicados com a performance das suas ações. Isso ocorre em virtude da busca interna e involuntária por descrições que apoiem nossas crenças e favoreçam o objetivo idealizado desprezando as evidências que comprometam suas vontades, gerando assim uma forte confiança nas próprias previsões.*

*A forte confiança em suas próprias previsões e crenças dificulta a percepção e aceitação da validade das análises de pessoas distintas, como as de especialistas do mercado de capitais, por exemplo, ou de qualquer outra informação que vá de encontro às suas expectativas e está diretamente ligada ao seu nível de conhecimento. Quanto maior o nível de estudo ou experiência, maior a confiança e, conseqüentemente mais susceptível ao viés ilusão de validade, visto que há uma maior facilidade de*

*recuperação de informações na memória, uma vez que já tiveram acesso à esta (LACERDA, 2010).*

*Quanto ao viés da facilidade de lembrança, Campos (2013) constatou a tendência de agentes econômicos realizarem julgamentos de probabilidades alicerçadas nas experiências recentes. O autor realizou um estudo teórico sobre finanças comportamentais a partir dos resultados da pesquisa de Kahneman e Tversky (1974). O autor concluiu que em situações de incerteza o indivíduo tende a agir intuitivamente recorrendo aos processos heurísticos para tomada de decisão, desde investidores individuais amadores aos profissionais do mercado.*

*Com relação ao viés da recuperabilidade, Campos (2013) destaca que é possível identifica-los como causador da maior propensão do indivíduo em investir em ações que estão em maior destaque para os investidores. Dada a maior exibição de determinadas ações em canais midiáticos ou o destaque destas devido ao seu volume em transações, o investidor a percebe como mais disponível o que facilita a escolha da mesma.*

*O viés da recuperabilidade pode culminar na realização de investimento pautadas na repercussão e exposição das informações específicas, e não de acordo com sua relevância e realidade (LACERDA, 2010). Conforme destaca Bazerman e Moore (2014), a repercussão de determinadas informações está associada à sua carga emotiva, a sua exposição na mídia ou por exemplos já vividos que as torna facilmente recordável. Isso posto, os indivíduos afetados pelo viés da recuperabilidade podem decidir por modalidade de investimentos, rentabilidade, taxa de juros ou tipos de ações com maior repercussão na mídia, que não são necessariamente a melhor opção.*

*Da mesma forma, os indivíduos afetados tendem a optar por decisões, projetos ou ferramentas mais fáceis, de maior conhecimento ou utilizadas recentemente para realizar projeções, previsões e orçamentos, mesmo que não sejam eficientes. Isso ocorre em virtude de que não há uma preocupação em ampliar o acesso à informação, pois este é propício a negligenciar informações mais abstratas ou de difícil acesso, se limitando a apenas as informações mais facilmente acessadas (ANTAR, 2015).*

*Quando as análises de investimentos são gerenciadas pelo viés da associação pressuposta ou correlação ilusória, é possível que o investidor avalie equivocadamente o desempenho dos índices da bolsa de valores conjecturando a existência de uma correlação entre este desempenho e os fatores que acredita influenciá-los. Sendo assim, as decisões de investimento são feitas a partir de construção probabilística de associações de cenários e fatores de acordo com sua aceitabilidade e conveniência na mente do indivíduo, que podem não corresponder a verdade (LACERDA, 2010).*

*Já no tocante ao viés ajuste insuficiente de âncora, pode provocar previsões próximas da média do setor acarretando na superestimação da previsão do lucro quando as análises confirmaram um lucro por ação menor do que a média do setor (CAMPOS, 2013).*

*No tocante ao viés excesso de confiança, há uma confiança exagerada nas informações, conhecimentos e opiniões que estimula o sujeito a realizar excessivos negócios e investimentos sem avaliar as informações dos demais agentes atuantes no mercado (CHAVES; PIMENTA 2013).*

*Bogea e Barros (2008), acrescentam que a confiança excessiva faz com que os investidores não percebam o real risco de seus investimentos os levando a subestimá-los. Este acredita possuir vantagem comparativas em relação ao mercado e conseqüentemente pode não obter resultados satisfatórios os*

*mantendo em posições perdedoras.*

*Acreditar exageradamente nas suas escolhas, portanto, em seus investimentos, e na existência de uma posição vantajosa, principalmente após ganhos no passado, estimula a concentração de recursos em poucos ativos implicando na diversificação inadequada dos investimentos realizados, uma vez que os demais não aparentam ser atrativos (BOGEA; BARRO, 2008; ANтар, 2015).*

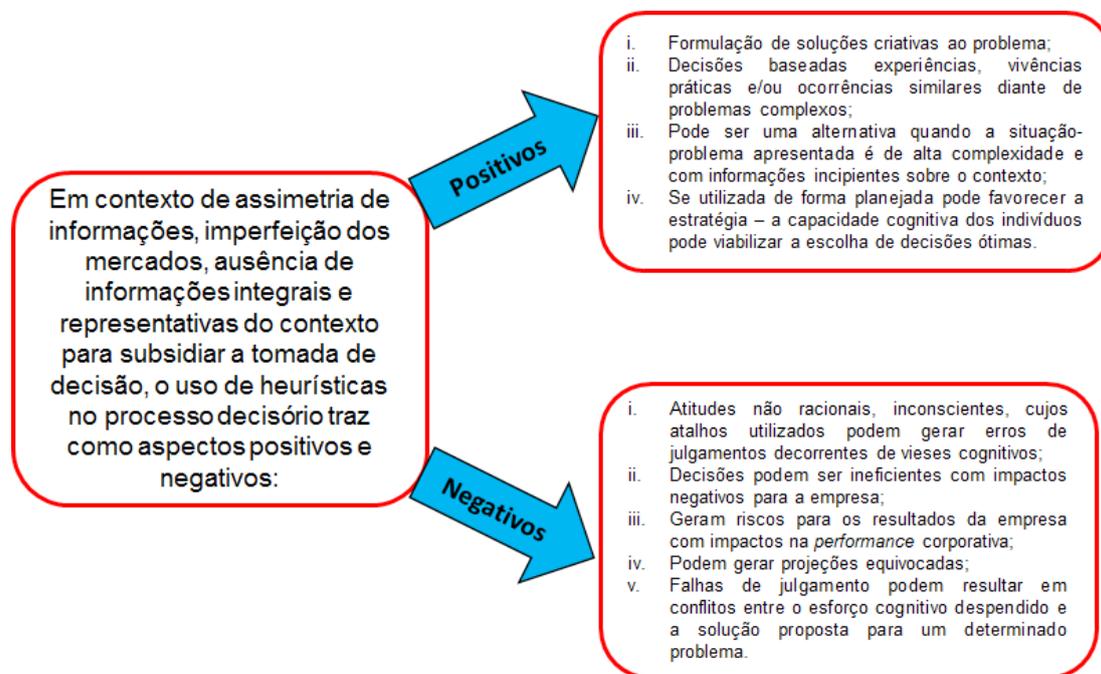
Em síntese, os estudos das finanças comportamentais nasceram como uma área das finanças que se apropria dos comportamentos dos indivíduos e sua influência na tomada de decisão. Conforme destacaram Anache e Laurencel (2013) a moderna teoria das finanças não considera que as decisões financeiras dos indivíduos podem ser influenciadas por questões comportamentais - induzidas por elementos emocionais e psicológicos. No entanto, segundo os autores, o mercado financeiro tem apresentado anomalias, tais como bolhas financeiras, volatilidade nos preços dos ativos, dentre outras que não têm sido compreendidas e explicadas integralmente a partir das lentes da moderna teoria das finanças.

Em face do exposto, as discussões propostas nessa pesquisa trazem como contribuição a necessidade das organizações considerarem nos protocolos de decisões financeiras e na conformação dos perfis e competências exigidas para seus gestores, também, os elementos inerentes aos aspectos comportamentais que precisam ser mensurados/identificados para reduzir a exposição da empresa aos riscos, conforme destacados anteriormente, e que podem influenciar negativamente os resultados da empresa.

Não obstante, observa-se que no mercado financeiro há assimetrias de informações, ou seja, trata-se de um mercado com imperfeições (LOBÃO, 2012) cujo acesso a informações integrais possuem custos relacionados, o que contrapõe ao que afirma Famá (1970) sobre o mercado eficiente, sobretudo em países emergentes e em desenvolvimento, a exemplo do Brasil, com instabilidade econômica, política e social, motivo pelo qual nem sempre é possível ter todas as informações disponíveis, de forma tempestiva, para a tomada de decisões em finanças, a exemplo dos processos de compras de ações, decisões de investimentos, projeção orçamentária, dentre outras.

Assim, não se pode considerar que as heurísticas trazem somente aspectos negativos, pois, em face desse contexto, a depender do tipo de decisão e da complexidade do problema, os gestores serão exigidos a realizarem exercícios intuitivos, utilizando, para tanto, elementos da sua própria experiência, situações já observadas no mercado e/ou vivências pessoais (CAMPOS, 2013), com o objetivo de dar respostas tempestivas à situação-problema a que lhe foram apresentadas.

Nesse sentido, na seguir, por meio da Figura 1, apresenta-se os pontos positivos e negativos associados ao uso das heurísticas nos processos decisórios.



**Figura 1:** Aspectos positivos e negativos a serem considerados no uso das Heurísticas

**Fonte:** Elaborado pelo autor a partir de Campos (2013), Kahneman e Tversky (1974), Moritz e Pereira (2006), Bazerman (2004), Lobão (2012), Milanez (2003), Steiner et al., (1998), Russo e Schoemaker (1993), Bandura, Azzi e Polydroro (2008).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve por objetivo discutir os vieses oriundos das heurísticas e os possíveis riscos trazidos por esses vieses no processo de decisão em finanças. Para alcance desse objetivo, foi realizado um ensaio teórico acerca das finanças comportamentais e heurísticas com uma abordagem qualitativa, descritiva. Foram utilizados como referência trabalhos acadêmicos difundidos em livros, artigos científicos nacionais e internacionais e publicações disponíveis ao público sobre a temática.

Os vieses encontrados na literatura ocorrem de forma involuntária como consequência do uso dos atalhos de julgamento utilizados ou do excesso de dependência dos mesmos. Observou-se que os estudos apontam para uma preocupação maior em relação aos vieses decorrentes da heurística da representatividade.

Quanto aos tipos de vieses de heurísticas, os resultados mostram que os vieses cognitivos estão presentes no ambiente financeiro nas decisões de investimento, orçamento, estimativa de preço e análise de crédito, sendo os vieses do ajuste insuficiente da âncora, concepções errôneas sobre o acaso e recuperabilidade apontados pela literatura como os de maior ocorrência.

No que se refere às decisões relacionadas a investimentos, observou-se uma maior presença de vieses de ajuste insuficiente da âncora, concepção errônea do acaso, ilusão da validade, facilidade de lembrança e recuperabilidade.

Em relação aos riscos oferecidos pelos vieses de heurísticas na decisão em finanças, verificou-se que esses

prejudicam a assertividade do julgamento dos agentes financeiros por tendenciá-los ao erro. Apesar da maioria dos estudos analisados terem sido realizados com estudantes de graduação e pós-graduação, a partir dos estudos analisados, observou-se que tanto os profissionais que atuam no mercado quanto leigos, sem distinção de gênero ou idade, estão expostos aos riscos identificados. No entanto, os vieses de insensibilidade a previsibilidade, insensibilidade a validade e excesso de confiança atingem mais profissionais experientes, enquanto que o viés ajuste insuficiente de âncora foi observado pelos estudos mais em profissionais com menor confiança ou conhecimento.

Por fim, conclui-se que os vieses decorrentes das heurísticas podem direcionar o julgamento dos agentes financeiros ao erro, gerando riscos às decisões financeiras, a exemplo de percepções equivocadas sobre o desempenho de ações selecionadas para investimentos, utilizar informações irrelevantes ou pouco importantes para elaboração de orçamentos, bem como, realizar a construção probabilística de cenários apoiada no carácter extraordinário de situações passadas, não na sua frequência, dentre outros, que podem comprometer, diretamente, a qualidade e eficiência das decisões e consequentemente o desempenho econômico e financeiro corporativo.

Para pesquisas futuras, sugere-se o estudo dos riscos oriundos dos vieses cognitivos das heurísticas mediante análise comparativa das ocorrências em micro, pequenas e empresas médias. Assim sendo, poderia ser avaliado se a disponibilidade de recursos, tais como artifícios informacionais, técnica e ferramentas gerenciais e conhecimento especializado tem relação com a ocorrência dos vieses visto que quanto maior for o uso de evidências empíricas, relatórios e dados estatísticos para tomar decisões, menor será incerteza do decisor e da dependência das heurísticas.

## REFERÊNCIAS

ANACHE, M.; LAURENCEL, L. Finanças comportamentais: uma avaliação crítica da moderna teoria de finanças. **Revista CADE**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 1, p. 83-120, 2013.

ANDRADE, J.; LUCENA, W. Finanças comportamentais: Um estudo bibliométrico sobre os artigos entre 2010 e 2013. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS E INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 5., 2014, Santa Catarina. **Anais...** Santa Catarina: UFSC, 2014.

ANTAR, G. **O impacto das finanças comportamentais nas decisões financeiras de investidores**. 2015. 39 f. Monografia (Graduação em Ciência Econômicas) – Faculdade de Economia e Administração, Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BANDURA, A.; AZZI, R. G.; POLYDORO, S. **Teoria Social Cognitiva: Conceitos básicos**. Porto Alegre: Artmed, 2008.

BAZERMAN, M. **Processo Decisório**: para os cursos de administração e economia. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BAZERMAN, M.; MOORE, D.; **Processo Decisório**. 8. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

BOGEA, F.; BARROS, C. Processo de tomada de decisão do investidor individual brasileiro no mercado acionário nacional: Um estudo exploratório enfocando o efeito de disposição e os vieses da ancoragem e do excesso de confiança. **Gestão & Regionalidade**, v. 24, n. 71, out. 2008.

CAMPOS, D. **Os processos heurísticos e seus impactos na tomada de decisões de investidores**. 2013. 46 f. Monografia (Graduação em Economia) – Departamento de Economia, Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

CHAVES, F.; PIMENTA, D. Um estudo do perfil comportamental dos investidores Goianos à luz das finanças comportamentais. **Conjuntura Econômica Goiana**, n. 25, jun. 2013.

DAFT, R. **Administração**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1999.

FAMÁ, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Malden, v. 24, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P.; COELHO, P.; Contexto das Finanças Comportamentais: anomalia e eficiência de mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 65-78, abr./jun. 2008.

FEITOSA, A.; ROGERS, P.; ROGERS, D. A influência de vieses cognitivos e motivacionais na tomada de decisão gerencial: Evidências empíricas em uma empresa de construção civil brasileira. **Revista de Negócios**, Santa Catarina, v. 19, n. 3, p. 3-22, 2014.

FERREIRA, A. A tomada de decisão: os aspectos do processo decisório e o uso da racionalidade na busca pelo sucesso nas decisões. In: ENCONTRO DE ENSINO, PESQUISA E EXTENSÃO, 4., 2010, Pernambuco. **Anais...** Pernambuco: Faculdade Senac, 2010.

FERREIRA, V. Psicologia econômica. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo: FGV, v. 47, n. 3, jul./set. 2007.

GERHARDT, T.; SILVEIRA, D.; **Métodos de Pesquisa**. Porto Alegre: Editora UFRGS, 2009.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. **Econometrical**, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.

\_\_\_\_\_. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4, p. 1124-1131, sept. 1974.

HALFELD, M.; TORRES, F.; Finanças Comportamentais: aplicação no contexto brasileiro. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo: FGV, v. 41, n. 2, p. 64-71, abr./jun. 2001.

HAUBERT, F.; LIMA, C.; LIMA, M.; Finanças comportamentais: uma investigação da tomada de decisão dos acadêmicos de administração da UNISUL sob perspectiva dos estudos de Tversky

e Kahneman (1974) e Kahneman e Tversky (1979). **Revista de Ciência da Administração**, Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, v. 16, n. 38, abr. 2014.

LACERDA, L. **Os investidores, as heurísticas e os vieses**. 2010. 40 f. Monografia (Pós-Graduação em Mercado de Capitais) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

LIMA FILHO, R. **Quanto mais faço, mais erro?** Um estudo sobre a associação entre práticas de controladoria, cognição e heurística. 2010. 159 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Ciência Contábeis, Universidade Federal da Bahia. Salvador, 2010.

LINDENBERG, S. **Negociação e processo decisório**. Curitiba: IESDE, 2010.

LOBÃO, J. **Finanças Comportamentais: quando a economia encontra a psicologia**. São Paulo: Actual, 2012.

LUCCHESI, E.; SECURATO, J.; Finanças comportamentais: aspectos teóricos e conceituais. **Revista Estratégica**, São Paulo, v. 10, n. 8, p. 82-102, 2010.

LUPPE, M. **A heurística da ancoragem e seus efeitos no julgamento: decisões de consumo**. 2006. 126 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MACEDO, J. **Teoria do Prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimentos**. 2003. 218 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia da Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

MACEDO, M.; COSTA, N. Análise do impacto dos vieses cognitivos sobre o processo decisório em ambiente contábil: um estudo com discentes de graduação em ciências contábeis. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 11., 2014, São Paulo. **Anais....** São Paulo: USP, 2014.

MACEDO, M.; FONTES, P. Impacto da racionalidade limitada no processo decisório: uma análise do comportamento de analistas contábil-financeiro. In: SEMEAD, 11. 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEAUSP, 2008.

MACEDO, M.; OLIVEIRA, M.; ALYRIO, R.; ANDRADE, R. Heurística e vieses cognitivos: a racionalidade limitada no processo decisório. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO, 3., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Academia Ibero-americana, 2003.

MACEDO, M.; ALYRIO, R.; ANDRADE, R. Análise do comportamento decisório: um estudo junto a acadêmicos de administração. **Revista de Ciência da Administração**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 35-55, mai./ago. 2007.

MILANEZ, D. **Finanças comportamentais no Brasil**. 2003. 53 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

MORITZ, G.; PEREIRA, M. **Processo Decisório**. Florianópolis: SEAD/UFSC, 2006.

- OLSEN, R. **Behavioral finance and its implication for stock-price volatility**. Financial Analysts Journal, v. 54, n. 2, p. 10-18, mar./apr. 1998.
- PARIKH, J.; NEUBAUER, F.; LANK, A. **Intuição: a nova fronteira da administração**. 12. ed. São Paulo: Cultrix, 2008.
- PEREIRA, C. **Introdução ao estudo do processo decisório: métodos e ferramentas administrativas**. Recife: Digital Books, 2014.
- PONTES, D. **O uso da intuição e a presença de vieses cognitivos na tomada de decisão: o caso dos gestores de micro e pequenas empresas do comércio varejista da cidade de Fortaleza/CE**. 2009. 111 f. Dissertação (Mestrado Acadêmico em Administração) – Centro de Estudos Sociais Aplicados, Universidade Estadual do Ceará, Fortaleza, 2009.
- QUINTANILHA, T.; MACEDO, M. Análise do comportamento decisório sob a perspectiva das heurísticas de julgamento e da teoria dos prospectos: um estudo com discentes de graduação em ciências contábeis. **RIC – Revista de Informação Contábil**, Pernambuco, v. 7, n. 3, p. 1-24, jul./set. 2013.
- ROGERS, P.; SECURATO, J.; RIBEIRO, K. Finanças Comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. **Revista de Economia e Administração**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 49-68, jan./mar. 2007.
- RUSSO, J.; SCHOEMAKER, P. **Tomada de decisão: armadilhas**. São Paulo: Saraiva, 1993.
- SILVA, P. **Vieses do decisor que podem influenciar sua tomada de decisão**. 2007. 163 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) – Faculdade Brasileira de Administração Pública de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2007.
- SIMON, H. **Comportamento Administrativo: estudos dos processos decisórios nas organizações administrativas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1970.
- STEINER NETO, P., SILVA, L., GRAMMS, L., MARCELINO, E.; PRADO, P. Teoria dos Prospectos Revisitada In: Encontro Nacional da ANPAD, 20., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 1998. p.147 – 147.
- TONETTO, L.; KALIL, L.; MELO, W. V.; SCHNEIDER, D. G.; STEIN, L. M. O papel das heurísticas no julgamento e na tomada de decisão sob incerteza. **Estudos de Psicologia**, São Paulo, v. 23, n. 2, p. 181-189, 2006.
- ZINDEL, M. **Finanças comportamentais: o viés cognitivo excesso de confiança em investidores e sua relação com as bases biológica**. 2008. 164 f. Tese (Doutorado em Pós-Graduação em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.