

## ANALISANDO A TOMADA DE DECISÃO DOS GESTORES DE RENDA VARIÁVEL: UM ESTUDO SOBRE FINANÇAS COMPORTAMENTAIS.

### RESUMO

Contemplando o crescente aumento do mercado acionário brasileiro, bem como a sua crescente valorização e injeção de recursos, tem-se a necessidade de buscar alternativas de investimento e com isso identificar premissas que podem ser úteis para o investidor na sua tomada de decisão. Nesse contexto o presente artigo faz uma apresentação dos diferentes tipos de análise de investimento, a Análise Fundamentalista e a Análise Técnica, juntamente com os temas pertinentes em Finanças Comportamentais. Após seguem os resultados da pesquisa (base para este artigo) feita com trinta e três gestores de renda variável no Brasil, onde foram questionados para identificar quais aspectos dos diferentes tipos de análise, são levados em conta no momento da sua tomada de decisão, além de fazer uma análise, dos fatores relacionados a Finanças Comportamentais relacionados com tais tomadas de decisão. Ainda, foi feita a análise de cada resposta relacionada a Finanças Comportamentais para identificar as teorias apresentadas com os resultados da pesquisa. A análise feita foi em função dos questionários respondidos, e em função disso, trata-se de uma amostra não probabilística.

**Palavras-chave:** Investimentos, Análise Fundamentalista, Análise Técnica, Finanças Comportamentais, Tomada de decisão.

### 1. INTRODUÇÃO

Decorrente do processo de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais no Brasil foi possível perceber o amadurecimento do pensamento das pessoas em relação a finanças, renda variável e principalmente bolsa de valores, difundindo assim dois pensamentos diferentes para a análise e previsão de valores: a análise técnica e a análise fundamentalista.

Matsura (2007) traz que a análise técnica baseia-se no uso da informação passada dos preços e as suas características para prever o movimento futuro dos preços, por meio de algumas técnicas de previsão. Também se considera que a Análise Técnica é o estudo do comportamento da massa envolvida no mercado (MURPHY, 1999).

Elder (2004) traz que os preços são um consenso de valor entre compradores e vendedores, em um determinado momento. O equilíbrio entre estes agentes, e os padrões de movimento dos preços, reflete a psicologia da massa envolvida nos mercados.

Já a análise fundamentalista e a teoria moderna de carteiras trazem outra forma de se analisar e prever os preços dos ativos. Ela se destaca pela importância das preferências do investidor que o influenciam na decisão de investimentos.

A teoria de eficiência de mercado tem como uma de suas premissas que os investidores são considerados “racionais”, ou seja, estimam que o valor de um ativo equivalha ao somatório de seus fluxos de caixa gerados futuro, trazidos a valor presente por uma taxa que traduza o risco deste ativo, buscando com isso uma alocação, com o máximo retorno e o menor risco, para os seus recursos (DAMODARAN, 2003).

Porém, quando observado os comportamentos e decisões efetivamente tomadas por tais investidores, vê-se pouca evidência desta total racionalidade. Alguns estudos mostram que em uma economia real, onde agentes racionais e irracionais interagem entre si, pode-se ter influências significativas nos preços dos ativos. Tal "irracionalidade" pode ser classificada em duas possibilidades: a do investidor nem sempre processando as informações corretamente, e a do investidor frequentemente tomando decisões inconsistentes ou subótimas (Bodie, 2010).

É neste ponto que entra a psicologia e o estudo dos fatores que influenciam as tomadas de decisão dos investidores. As finanças comportamentais (que é o estudo da psicologia nos mercados financeiros) mostram os aspectos psicológicos que influenciam os investidores quando estes formam as suas preferências em fazer ou não determinado investimento (FREITAS, 2006).

Procurando eximir ao máximo neste artigo, o limite de conhecimento dos indivíduos que tomam as decisões de investimentos, analisaram-se somente os gestores de fundos de investimento em renda variável, que, segundo Luquet (2002), são profissionais altamente qualificados e treinados, munidos de moderníssimos recursos tecnológicos para amparar as suas tomadas de decisão.

Este artigo tem por objetivo apresentar os fatores, tanto da análise técnica quanto da fundamentalista, que motivam a tomada de decisão dos gestores de fundos de investimento em renda variável, relacionando estas decisões com os aspectos das finanças comportamentais que o levaram a tomar tal decisão.

## **2. OS TIPOS DE ANÁLISE E AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS**

### **2.1 – A Análise Fundamentalista**

A premissa básica da análise fundamentalista é que o valor real de uma empresa pode ser relacionado com as suas características financeiras, como por exemplo, as suas perspectivas de crescimento, o seu perfil de risco e os seus fluxos de caixa (Damodaran, 2003).

Dentro da utilização da análise fundamentalista, temos duas vertentes: a primeira decorre do desconto dos fluxos de caixa futuros da empresa, a uma taxa determinada de acordo com algumas teorias (CAPM e APT); a segunda é a utilização de múltiplos indicadores, como índices de preço/lucro, preço/valor contábil, vendas/lucro operacional, entre outros (Damodaran, 2003). O objetivo desta análise é identificar ativos (ou empresas) sub (sobre) avaliados e comprá-los (vende-los), como forma de alocação de investimento. Para isso é feita a comparação com outros semelhantes. De acordo com esta análise o valor de um ativo deriva da precificação de outros ativos comparáveis e padronizados pelo uso de variáveis comuns, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas (Damodaran, 2007).

O fluxo de caixa, talvez seja o item mais importante que se pode extrair das demonstrações financeiras, pois em finanças, o valor da empresa é dado por sua capacidade de gerar fluxo de caixa financeiro (Ross, 2009).

Damodaran (2003) traz que embora a avaliação por fluxo de caixa descontado represente apenas uma das formas de avaliação de empresas, ela é a base sobre a qual se constroem todas as outras abordagens.

Para se estimar os valores de fluxos de caixa futuros utiliza-se a previsão de crescimento histórico, os efeitos do tamanho da empresa, a indústria a qual esta inserida, a análise macroeconômica, estimativas externas de crescimento, entre outros (Damodaran, 2007).

Já a taxa de desconto a ser utilizada dependerá de dois fatores: o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio. A taxa de desconto é um valor ponderado destes dois custos de capital, de acordo o tamanho de cada um em relação à estrutura de capital da empresa (Roos, 2009).

A taxa de capital de terceiros é a taxa pela qual a empresa toma recursos emprestados, e para se estimar esta taxa, deve-se dividir a despesa financeira da empresa pelo seu passivo oneroso (Ross, 2009).

O custo de capital próprio, segundo Damodaran (2007), reflete o risco do investimento de capital em uma empresa. Para se estimar tal custo, pode-se utilizar o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM). De acordo com este modelo o investidor apenas investirá em tal ativo se o seu retorno esperado compensar o risco assumido. Desta forma temos que o retorno esperado de um título é o prêmio pelo risco de mercado, multiplicado pelo seu beta (covariância dos retornos do ativo com os retornos da carteira de mercado, dividido pela variância dos retornos da carteira de mercado), somado com o retorno do ativo livre de risco.

## 2.2 – A Análise Técnica

A Análise Técnica, ao contrário da Análise Fundamentalista, se refere somente à reação dos agentes de mercado sobre os preços das ações das empresas. Ela é o estudo da dinâmica do mercado através dos sinais que o próprio mercado emite, como os preços, o volume e o total dos contratos negociados (Botelho, 2001).

Este modo de análise tem como base que todos os fatores que influenciam o preço estão descontados pelo mercado no processo contínuo de negociação que determina esse preço. O único local em que todos os fatores, tanto os de oferta quanto os de demanda, somado à psicologia das massas, com os seus medos e esperanças, estão reunidos, é no próprio mercado, e esse, portanto, é o que deve ser estudado (Pring, 2002).

Segundo Matsura (2007) a análise técnica utiliza diferentes premissas para a análise dos preços, que são:

- Tendências e linhas de tendência: Como tendência tem-se que é a direção a qual o mercado esteja se movendo (Noronha, 2010);
- Suporte e Resistência: Segundo Pring (2002) um suporte é definido por uma área do mercado, abaixo do nível em que está no presente momento, na qual a pressão compradora supera a pressão vendedora, ou seja, quando alcançado, encontra muitos compradores, fazendo com que os preços reajam. Já uma resistência é o oposto de suporte;
- Teoria de Fibonacci: Segundo Botelho (2001) é uma série de números que é obtida fazendo-se a razão entre qualquer de seus números contíguos, a chamada “*PHI*”. A série de

Fibonacci é constituída pelas somas de dois números sucessivos, a partir de zero:  $0 + 1 = 1$ ;  $1 + 1 = 2$ ;  $1 + 2 = 3$ . Nos mercados as proporções Fibonacci estão presentes nas marcações da série para se antever a “expectativa” dos preços como a retração (previsão do tamanho da queda ou alta, dependendo da tendência), e a expansão, prevendo a alta, ou queda, máxima que o preço da ação poderá atingir (Botelho, 2001);

- As Ondas de Elliot: Ao desenvolver sua teoria em 1934, Elliott descobriu que os preços de forma que esses se movem em tendências e que essas tendências seguem padrões. A base para essa teoria é o fato de que os mercados oscilam em movimentos no sentido da tendência, entremeados, por movimentos no sentido contrário da tendência (Botelho, 2001);

- Formações gráficas: De acordo com Matsura (2007) os gráficos formam determinados padrões que se repetem, e esses padrões lembram figuras como triângulos, retângulos, bandeiras, flâmulas, entre outras. Algumas dessas figuras aparecem durante as tendências e representam uma pausa na sua continuação. Outras apresentam uma formação característica de reversão dessa tendência. Além das características, essas formações sugerem uma projeção do movimento futuros dos preços, que é baseada no tamanho (altura) da figura;

- Gaps: De acordo com Matsura (2007) os gaps são áreas no gráfico na qual não ocorreu negociação. Um gap numa tendência de alta é formado quando os preços abrem acima da cotação do dia anterior e em uma tendência de baixa ocorre o inverso;

- Candelstick: Refere-se a uma técnica de análise formada pela diferença entre o preço de abertura e o fechamento de um ativo no período que se queira analisar. Um corpo negro significa que o fechamento foi abaixo da abertura. E um corpo branco significa que o fechamento foi acima da abertura. As linhas estendidas abaixo e acima do corpo significam as máximas e as mínimas que o ativo atingiu no período e são chamadas de sombras. A representação de um candle, ou a combinação de mais de um, possibilita a leitura do mercado e a identificação de certos padrões (Nielsen, 1991);

- Indicadores: Com o advento da utilização de computadores, a análise técnica foi estimulada pelo desenvolvimento de novos gráficos, formados a partir de combinações entre preços de datas distintas, e preços com volumes de negócios. A utilização de indicadores confirma ou questiona uma determinada formação gráfica ou certa tendência dos preços (Elder, 2004).

### 2.3 - Finanças Comportamentais

A premissa básica da teoria econômica e financeira é de que os agentes de mercado são racionais, e usam todo o conjunto de informações disponíveis da melhor maneira possível. Desta forma teriam decisões ótimas que otimizariam os seus investimentos. Consequentemente se teria que os mercados conseguem alocar os recursos disponíveis de forma ótima. Porém, quando se observa os comportamentos e decisões tomadas vê-se uma limitação dessa “racionalidade”, que têm origem em tendências comportamentais (inconscientes e inatas) que distorcem o comportamento “racional” (Mosca, 2009).

A teoria tradicional, de que os agentes são racionais, possui a vantagem da simplicidade e facilidade de entendimento e modelagem. Mas, se essa teoria fosse capaz de explicar o conjunto de evidências produzidas nas últimas décadas, não haveria razão para se questionar seus fundamentos e propuser abordagens alternativas. Porém, o que se revela de

fato é que as teorias disponíveis baseadas na suposição de racionalidade dos agentes não são capazes de tal explicação (Mosca, 2009).

Para tais explicações surgem duas abordagens possíveis. A primeira é a reformulação das mesmas sem abandonar o pressuposto de racionalidade dos agentes. A segunda consiste na mudança de paradigma, a partir do reconhecimento de que as pessoas nem sempre se comportam racionalmente. É nesta última abordagem que se baseia o campo das Finanças Comportamentais (Arruda, 2006).

As Finanças Comportamentais incorporam temas como psicologia e economia com o objetivo de esclarecer o processo decisório no ambiente das finanças (Carmo 2005). Nesta linha, Carneiro (2006) afirma que as Finanças Comportamentais são o estudo da ação humana com suas fragilidades e falhas dentro do mercado financeiro. Estas fragilidades e falhas estão ligadas aos processos que envolvem a tomada de decisão. Thaler (1999) e Bazerman (1985) apresentaram alguns dos principais fatores relacionados a esta área, e alguns deles estão expostos abaixo:

- Excesso de confiança: Diversas pesquisas sobre o comportamento humano revelam que muitos indivíduos apresentam excesso de confiança nas próprias habilidades, não levando em consideração a verdadeira incerteza que existe no processo. Pessoas acreditam que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas do que realmente são (Mosca, 2009);

- Otimismo: Uma evidência deste viés foi oferecida por Wallsten (1983), cujo estudo revelou que mais de 90% das pessoas pesquisadas fantasiavam demais as suas habilidades e possibilidades, acreditando que podiam fazer melhor do que realmente faziam;

- Disponibilidade: Os fatores relacionados à disponibilidade estão relacionados com o fato de que os eventos mais frequentes são mais facilmente lembrados, e que os eventos mais prováveis são mais lembrados que os improváveis. Segundo Bazerman (1985), o mau uso deste princípio pode levar a erros no processo da tomada de decisão;

- Representatividade: Tversky e Kahneman (1974) pesquisaram sobre a heurística da representatividade (heurística significa atalhos mentais utilizados pelo cérebro para facilitar a tomada de decisão), que gera fatores relacionados ao uso desta como forma de simplificar a análise dos problemas. As pessoas tendem a pensar sobre eventos ou objetos e a fazer julgamentos sobre eles baseando-se em fatos anteriormente formados;

- Perseverança: De acordo com Bazerman (1985), muitos buscam uma evidência confirmatória de um determinado evento, excluindo a busca por informações que não o confirmem. Isto acaba gerando um forte viés no processo decisório, pois não é possível saber se algo é verdadeiro sem haver uma checagem de sua possível confirmação. De outro modo, as pessoas relutam em procurar evidências que contrariem suas crenças e ao encontrá-las, consideram-nas com excesso de ceticismo;

- Ancoragem: Pesquisas demonstram que as pessoas constroem suas estimativas a partir de um valor inicial, ou âncora, baseado em qualquer informação que lhes é fornecida, ajustando-o para obter uma resposta final, porém, esses valores de referencia podem resultar em decisões que se desviam da realidade (Slovic e Lichtenstein, 1971);

- Teoria da Perspectiva: Dentre todas as abordagens alternativas à teoria da utilidade esperada, a mais utilizada pelos pesquisadores de Finanças Comportamentais é a Teoria da

Perspectiva, proposta por Tversky e Kahneman (1974). Os autores argumentam que cada decisão tende a ser avaliada de forma independente, opondo-se à teoria da utilidade esperada. Com isso, ganhos e perdas são avaliados relativamente a um ponto neutro de referência, resultados potenciais são expressos em termos de ganhos ou perdas relativos ao ponto neutro fixado, a maneira como o problema é apresentado (perspectiva) pode alterar o ponto neutro de referência. A dor associada à perda de \$X é maior que o prazer associado ao ganho dos mesmos \$X;

- Aversão à Ambiguidade: De acordo com Tversky e Kahneman (1974), avaliamos erroneamente as probabilidades de ocorrências dos eventos incertos. A percepção da certeza de um evento pode ser facilmente manipulada, gerando o que os autores denominaram de pseudo certeza (quando o indivíduo acredita que determinado evento tem 100% ou 0% de chances de ocorrer). Os efeitos de certeza e de pseudocerteza levam a inconsistências de julgamento.

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

O tipo de pesquisa realizado nesse projeto foi de levantamento, uma vez que a amostra são gestores de fundos de investimento (AMBONI, 1999). Também foi quantitativa, pois o pesquisador organizou e interpretou os dados coletados. E avaliativa, porque o pesquisador fez a análise por meio da interpretação e de julgamento dos dados coletados (AMBONI, 1999).

A pesquisa foi feita com 33 gestores de renda variável cadastrados na CVM, que é, neste caso, a população da pesquisa. A pesquisa foi dividida em quatro questionários, sendo um sobre a Análise Fundamentalista, um sobre Análise Técnica e dois sobre Finanças Comportamentais. Nos questionários sobre as Análises Fundamentalista e Técnica foram divididos em itens e o pesquisado respondeu de acordo com o nível de importância do item. Já nos questionários sobre Finanças Comportamentais, foram feitas perguntas com três alternativas de resposta, e um questionário onde o pesquisado respondeu qual nível de importância do item.

Para a realização da análise foi usada a classificação da pesquisa realizada, comparando os fatores que influenciam os gestores na toma de suas decisões. A análise feita foi em função dos questionários respondidos, e em função disso, trata-se de uma amostra não probabilística.

### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

#### 4.1 Respostas relacionadas à Análise Fundamentalista

Para obter as informações relacionadas à Análise Fundamentalista foi elaborado um questionário onde o pesquisado identificara qual o nível de importância de cada item (12 itens). Tais níveis de importância foram divididos em “Muito ou muitíssimo importante”, “Importância média” e “Pouco ou pouquíssimo importante”. No item de Valorização por Múltiplos, foi deixado um campo em branco para que ele identificasse quais são esses Múltiplos.

**Tabela1: Níveis de Importância Análise Fundamentalista**

	Muito ou MUITÍSSIMO Importante	Importância Média	Pouco ou pouquíssimo importante
Cenário Macroeconômico	67%	18%	15%
Fluxo de Caixa Descontado	58%	15%	27%
Notícias específicas da empresa	45%	24%	30%
Governança Corporativa	45%	24%	30%
Valorização por Múltiplos	45%	30%	24%
Liquidez em Bolsa	36%	36%	27%
Retorno esperado do Mercado	30%	27%	42%
CAPM do ativo em questão	24%	24%	52%
Retorno do Ativo Livre de Risco	24%	36%	39%
Beta do ativo	18%	15%	67%
Carteira ótima de Títulos	15%	18%	67%
Retorno passado do Mercado	9%	24%	67%

Conforme apresentado a grande maioria (67%) cita os fatores macroeconômicos como item fundamental nas suas tomadas de decisão. Também o potencial de valorização por fluxo de caixa descontado (58%), as notícias específicas da empresa, a governança corporativa e o potencial de valorização por múltiplos (ambos com 45%), são considerados muito ou muitíssimo importantes pelos pesquisados.

Em relação aos múltiplos, os principais citados foram o Preço / Lucro, o EV /Ebitda, e o Preço / Patrimônio onde 15% dos participantes da pesquisa citaram-nos. Outros 9% citaram o Valor Patrimonial da empresa, o Dividend Yield e o Preço sobre Dívida.

Como itens menos importantes da análise fundamentalista, de acordo com as respostas da pesquisa, aparecem a liquidez de mercado, o CAPM, o retorno passado do mercado, o retorno esperado de mercado e o retorno no ativo livre de risco.

#### 4.2 Respostas relacionadas à Análise Técnica

Assim como na Análise Fundamentalista, para obter as informações relacionadas à Análise Técnica foi elaborado um questionário onde o pesquisado identificara qual o nível de importância do item (7 itens). Também foram divididos em “Muito ou muitíssimo importante”, “Importância média” e “Pouco ou pouquíssimo importante”. No item de Indicadores, foi deixado um campo em branco para que ele identificasse quais são esses Indicadores.

**Tabela2: Níveis de Importância Análise Técnica**

	Muito ou MUITÍSSIMO Importante	Importância Média	Pouco ou poucoíssimo importante
<b>Tendências</b>	21%	18%	61%
<b>Candelstick´s</b>	21%	12%	67%
<b>Formações Gráficas</b>	18%	12%	70%
<b>Indicadores</b>	18%	6%	76%
<b>Suporte e Resistência</b>	15%	24%	61%
<b>Fibonacci</b>	12%	3%	85%
<b>Gaps</b>	9%	3%	88%
<b>Ondas Elliot</b>	3%	6%	91%

No que tange as questões relacionadas à análise técnica, a grande maioria não a considera importante nas suas tomadas de decisão. Dos itens questionados os que se apresentaram como muito ou muitíssimo importantes foram às tendências e as formações de candelstick´s (ambos com 21%), os indicadores técnicos e as formações gráficas (ambos com 18%), e os níveis de suporte e resistência (15%). Dos indicadores técnicos apenas o Índice de Força Relativa e as Médias Móveis foram citas.

No campo sobre quais indicadores usam, 6% citaram o IFR e 3% as médias móveis.

#### 4.3 Respostas relacionadas às Finanças Comportamentais

Para se obter as informações relacionadas às Finanças Comportamentais foram elaborados três questionários. O primeiro com sete perguntas com três opções de escolha. O segundo onde o pesquisado identificara qual o nível de importância de cada item (itens), assim como anteriormente, tais níveis de importância foram divididos em “Muito ou muitíssimo importante”, “Importância média” e “Pouco ou poucoíssimo importante”.

**Tabela 3: Qual seu sentimento no momento do encerramento de uma operação com prejuízo?**

<b>Muito magoado</b>	6%
<b>Magoado</b>	48%
<b>Nada diferente</b>	45%

**Tabela 4: Qual seu sentimento no momento do encerramento de uma operação com lucro?**

<b>Muito feliz</b>	12%
<b>Feliz</b>	64%
<b>Nada diferente</b>	24%

Ao que se refere aos resultados da pesquisa referentes às questões de finanças comportamentais temos que os pesquisados se mostram felizes e/ou magoados com os resultados finais das suas decisões, e isso mostra a limitação da racionalidade. Tais sentimentos nada mais são do que tendências comportamentais, inconscientes e inatas do ser humano, como apresentado anteriormente.

Essas respostas também contradizem a Teoria da Perspectiva, que diz que a dor associada à perda de X é maior do que o prazer ao ganho do mesmo X, pois conforme apresentado 54% se dizem magoados ou muito magoados quando encerram uma operação com prejuízo, enquanto uma parcela maior dos pesquisados (76%) se disseram felizes ou muito felizes.

**Tabela 5: Qual o seu nível de confiança na tomada de uma decisão de investimento?**

Muita confiança	27%
Confiam	61%
Média confiança	12%

**Tabela 6: Qual o seu nível de otimismo na tomada de uma decisão de investimento?**

Otimistas ou muito otimistas	45%
Otimismo médio	45%
Pouco ou pouquíssimo otimistas	9%

O Excesso de Confiança e o Otimismo também se mostram presentes na hora da tomada de decisão dos gestores, conforme os resultados da pesquisa, onde uma grande parte se mostrou muito confiante. Na questão relacionada ao otimismo uma parcela maior ainda se mostrou muito otimista com as suas tomadas de decisão.

**Tabela 7: Com que frequência você acha que uma posição seria melhor do que realmente foi?**

Frequente ou muito frequente	24%
Às vezes	55%
Nunca ou quase nunca	21%

Esse resultado condiz com o estudo da Aversão à Ambiguidade, onde Tversky e Kahneman (1974) que trazem que as pessoas avaliam erroneamente as probabilidades de ocorrências de eventos incertos, fazendo disso uma pseudocerteza. Dessa pseudocerteza podemos dizer que é o otimismo e a confiança que os gestores depositam em uma determinada posição, uma vez que eles levaram em conta vários fatores para chegar a essa determinada decisão de investimento, esperando um determinado resultado.

**Tabela 8: Logo após a tomada de uma posição, você considera a mudança desta posição?**

Frequente ou muito frequente	29%
------------------------------	-----

Às vezes	42%
Nunca ou quase nunca	29%

Outro item questionado e também integrante da teoria das finanças comportamentais diz respeito à Perseverança, porém, neste item, os pesquisados se mostraram suscetíveis a mudanças de posições, o que mostra que na sua maioria, não relutam em procurar evidências que contrariem suas crenças.

**Tabela 9: Em relação aos fatos passados, qual a sua importância?**

	Muito ou Muitíssimo Importante	Importância Média	Pouco ou poucoíssimo importante
Até um ano	58%	12%	30%
De 1 a 2 anos	55%	9%	36%
De 2 a 5 anos	42%	27%	12%
De 5 a 10	21%	27%	52%
Mais de 10 anos	24%	15%	61%

Em relação aos fatores de Representatividade e Disponibilidade, temos que os pesquisados colocam uma importância grande nos fatores Macroeconômicos e nas notícias relacionadas à empresa ou o setor. Isso mostra a importância que os fatos mais frequentes têm relação à tomada de decisão dos gestores. Com isso temos que os eventos formados entre um e cinco anos tem uma importância grande na tomada de decisão dos gestores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como resultado dos itens citados anteriormente, juntamente com os estudos levantados na base teórica do artigo, apresentaram-se presentes na tomada de decisão dos gestores a limitação da racionalidade, a falha utilizada na intuição das pessoas em relação aos fatos passados, o desvio da realidade relacionado à ancoragem, junto com a fantasia que as pessoas têm das suas habilidades e possibilidades e que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas do que realmente são.

Esses resultados podem mostrar que, de acordo o citado e apresentado pelos resultados da pesquisa, porque a grande maioria dos gestores acha que às vezes, sempre, ou quase sempre, suas posições poderiam ter sido melhores do que realmente foram.

Em relação à ancoragem, se apresentam os resultados relacionados à análise por múltiplos para a tomada de decisão, uma vez que essa análise é feita comparativamente entre um ativo (empresa) e outro (a).

Também, relacionando as respostas de Análise Técnica com as Finanças Comportamentais, pois a teoria da Disponibilidade aparece junto das considerações de importância dadas aos níveis de Suporte e Resistência, as formações de Candelstick's e as Formações Gráficas, uma vez que, conforme apresentado, tais itens são frequentes e se repetem.

Como sugestão para pesquisas futuras podem ser citadas a pesquisa com diferentes perfis de agentes de mercado (investidores, analistas e outros profissionais), e pesquisas como diferentes parâmetros utilizados para a análise da tomada de decisão, tanto dos relacionados às Análises Fundamentalista e Técnica, quanto aos relacionados às Finanças Comportamentais.

## REFERÊNCIAS

- AMBONI, Nério, AMBONI, Narcisa de Fátima. **Pesquisa de avaliação: livro didático 2**. Palhoça: Unisul Virtual, 1999.
- ARRUDA, Paula Baggio. **Uma investigação sobre o efeito disposição**. 2006. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção)-Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.
- BAZERMAN, M. H.; MAGLIOZZI, T.; NEALE, M. A. Integrative bargaining in a competitive market. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 34, 294-313, 1985.
- BODIE, Zvi, KANE, Alex, MARCUS, Alan J. **Investimentos**. Porto Alegre: AMGH, 2010.
- BOTELHO, Fausto de Arruda. **Análise Técnica**. São Paulo: Enfoque Gráfico, 2001.
- CARMO, Leonardo Correa. **Finanças comportamentais: uma análise das diferenças de comportamento entre investidores institucionais e individuais**. 2005, 91 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.
- CARNEIRO, Pedro Erik Arruda. **Limites na racionalidade das análises de risco soberano: testes econométricos, erros, finanças comportamentais e noise rater risk**. 2006. 266 f. (Doutorado em Relações Internacionais) –Universidade de Brasília, Brasília, 2006.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitmark, 2003.
- \_\_\_, A. **Avaliação de Empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- ELDER Alexander, **Como se transformar em um operador e investidor de Sucesso**. 10 ed. Rio de Janeiro, 2004.
- FREITAS, Alexandre Ulm de. **Avaliando o comportamento do Gestor especialista em ações sob a ótica de behavioral finance**. dissertação de mestrado profissionalizante em economia. São Paulo: IBMEC, 2006.
- KAHNEMAN, P. Slavic; TVERSKY, Amos. **Judgment under uncertainty: heuristics and biases**. Cambridge: Cambridge University Press, 1974.
- LUQUET, Mara. **Gestores de Fortunas - Histórias reais de sucesso no mercado financeiro**. São Paulo: Editora Globo, 2002.
- MATSURA, Eduardo, **Comprar ou vender? Como investir na bolsa utilizando Análise Gráfica**, 4 ed. São Paulo, 2007.
- MOSCA, Aquiles. **Finanças Comportamentais: Gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MURPHY, J. **Technical Analysis of the Financial Markets**. New York: New York Institute of Finance, 1999.

NORONHA, Márcio. **É só isso?** Rio de Janeiro: EDITEC, 2010.

NIELSEN, Steve. **Japanese Candlestick Charting Techniques**. New York: N.Y. Institute of Finance, 1991.

PRING, Martin J. **Technical Analysis Explained**. New York: MacGrow-Hill, 2002.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

SLOVIC, P.; LICHTENSTEIN, S. Comparison of Bayesian and regression approaches to the study of information processing in judgement. **Organizational Behavior and Human Performance**, 6, 649-744, 1971.

THALER, Richard. H. **Mental accounting matters**. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, 183-206, 1999.

WALLSTEN, T. S. **The theoretical status of judgmental heuristics**. In R. W. Scholz (Ed.), *Decision making under uncertainty* Amsterdam: North Holland Publishing Company, p. 21-38, 1983.