

# Análise de Investimentos em Ações: Considerações Sobre o Mercado Eficiente, a Análise Fundamentalista e as Finanças Comportamentais.

**Prof. Dr. Claudio Antonio Rojo, PHD - UNIOESTE**

rojo\_1970@hotmail.com

**Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, PHD - USP**

abrolhos@usp.br

**Prof. Dr. Osni Hoss, PHD - UTFPR**

hoss@utfpr.edu.br

**Resumo:** Um fato que intriga os estudiosos e motiva os investidores voltados para análise de valor é o exemplo de sucesso de Warren Buffett. Seus investimentos alcançaram destaque no cenário de investimentos, ultrapassando limites difíceis de serem transpostos. O objetivo do artigo é levantar quadro teórico de referência sobre análise gráfica, análise fundamentalista e a influência do comportamento na decisão de investimento, usando o método de comparação. O sucesso de Buffett atrai a atenção de professores de finanças e estudiosos de todo o mundo, que buscam explicar como pode ser apenas um acidente estatístico. Tomando como ponto de partida as suas análises de suas oportunidades de compor carteira de investimentos, o preço comparado ao valor de liquidação de cada ação, diversos dos investidores que, assim como Buffett, seguiram os ensinamentos de Graham, foram certos nos resultados de seus investimentos. Apoiados na Teoria do Mercado Eficiente do Professor Fama, muitos acadêmicos não reconhecem o talento de Graham e Buffett em obterem desempenho acima do mercado em termos de ganhos em seus investimentos. Para eles a longa série trata-se apenas de um acidente estatístico, mas os seguidores dos fundamentos de Graham não pensam assim, e acreditam que o resultado que todos esperam, é o que eles já alcançam há anos, que é ganhar dinheiro. Apesar de se apoiar na estatística, na lógica matemática e nos gráficos que representam o histórico de preços de comercialização das ações, o fato é que o futuro não pode ser previsto com certeza absoluta, mas pode ser apenas estimado. Muitos estudos surgiram e continuarão surgindo para tentar explicar os movimentos dos preços e, então, tentar tirar proveito das oportunidades, mas outro componente parece ter tanta influência quanto os números: o comportamento humano. Refletido na grande diversidade de interpretações que uma pessoa pode ter, o aspecto decisório se molda desde a infância e traça padrões ainda mais imprevisíveis. Investir é aceitar riscos que trazem ansiedade e aspirações que impactam o processo decisório de investimentos. O cérebro que está sob tensão, ansiedade, raiva e outros sentimentos negativos, acaba por se expor aos efeitos das descargas elétricas na forma de uma estática neural. Essa interferência reduz a capacidade de agir com racionalidade, sendo que a capacidade do lobo pré-frontal de manter a memória funcional ativa tende a ser prejudicada. Seja qual for o método racional de análise de investimento em ações, o componente que determina a decisão acaba sendo de cunho emocional. Dentre os resultados obtidos com pesquisa alguns levaram a conclusões como a de que se pode enfatizar seja pela análise gráfica, pela análise fundamentalista ou pelo mercado eficiente, a emoção que envolve o investimento sempre estará presente e influenciando o investidor no momento de sua tomada de decisão. Independente da preferência do investidor pelo método de análise de ações ele deve estar sempre preparado, técnica e emocionalmente, para analisar seus investimentos. Palavras-chave: investimentos, análise fundamentalista e finanças comportamentais.

**Investment Analysis Actions: Efficient Market Considerations, Fundamental Analysis and Behavioral Finance.**

**Abstract:** A fact that has intrigued scholars and motivates investors focused on value analysis, is the successful example of Warren Buffett. Its investments have achieved distinction in the investment, exceeding limits are difficult to overcome. The aim of this paper is to raise theoretical framework on graphical analysis, fundamental analysis and influence behavior in the investment decision, using the comparison method. Buffett's success attracts the attention of finance professors and scholars from around the world, seeking to explain how it can be just a statistical accident. Taking as a starting point for their analysis of their opportunities to make portfolio investments, the price compared to the liquidation value of each share, a number of investors, like Buffett, followed the teachings of Graham, were the results from enemies of their investments. Backed by the Efficient Market Theory of Professor Fama, many academics do not recognize the talent of Graham and Buffett in obtaining above-market performance in terms of gains on their investments. For them the long series it is just a statistical accident, but the followers of the foundations of Graham does not think so, and believe that the result we all

hope, is that they have reached years ago that is making money. Although relying on statistics, logic, mathematics and graphics that represent the history of stock market prices, the fact is that the future can not be predicted with absolute certainty, but can only be estimated. Many studies come and go on appearing to try to explain price movements, and then try to take advantage of opportunities, but another part seems to have as much influence as the numbers: human behavior. Reflected in the diversity of interpretations that a person can have, making the look is molded since childhood and traces patterns more unpredictable. Investing is take risks that bring anxiety and aspirations that impact the process decisorial investment. The brain is under stress, anxiety, anger and other negative feelings, it ends up being exposed to the effects of electrical discharges in the form of a static neural. This interference reduces the ability to act rationally, and the ability of the prefrontal lobe to maintain active working memory tends to be impaired. Whatever the rational method of analysis of equity investment, the component that determines the decision turns out to be emotional froth. Among the results obtained from research led to some conclusions as that can be emphasized is the graphical analysis, fundamental analysis or by the efficient market, the excitement surrounding the investment will always be present and influencing the investor at the time of decision making. Regardless of the preference of the investor by the method of stock analysis it must always be prepared, technically and emotionally, to analyze their investments.

Keywords: investments, fundamental analysis and behavioral finance.

## 1 Introdução: valoração dos ativos e alinha do tempo

Ao desprezar a importância do pequeno valor no tempo, as pessoas desconhecem o poder do longo prazo. Algo que se for respeitado, pequenos investimentos que obtiverem sucesso podem ser valores expressivos no futuro um pouco mais distante do que se pode perceber de imediato.

Quando os aspectos gerenciais são levados em conta, somados aos fatores externos das empresas analisadas, algumas oportunidades podem ser descobertas e bem aproveitadas. Sousa afirma que a análise da empresa deve pesar que "um dos mais importantes princípios que orientam as decisões gerenciais é o da continuidade, segundo o qual as inevitáveis decisões de curto prazo e do cotidiano devem levar em conta o fato de que as instituições integram um tecido social mais amplo..." (Sousa, 2007, p. 7), sendo que o ciclo de vida prolongado e com prosperidade é esperado pelos acionistas e pelos gestores que participam de papéis sociais somados aos interesses das diversas áreas da sociedade.

Aos que conhecem e se empenham em desvendar as oportunidades do mercado, alocando recursos na carteira escolhida, "aplicam dinheiro em um negócio, estão tomando uma decisão intermediária relativa à satisfação que pretendem obter com tais recursos" (Sousa, 2007, p. 7).

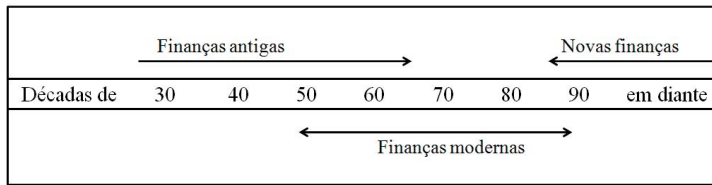
O objetivo da pesquisa é composto pela busca de referencial teórico sobre os tipos mais conhecidos de análise. Valen-

do-se do método de comparação (Malhotra, 2001, p. 528), entre eles na busca de conclusões e aspectos de complementaridade, que possibilitem futuros estudos por conglomerado de acordo com o tipo de análise que o investidor adota.

## 2 Evolução histórica das finanças

As finanças tradicionais foram construídas em premissas que ainda são utilizadas. Por mais que as finanças tenham avançado e tornado o mundo dos investimentos mais decifrável, o mundo dos investimentos tornou-se mais complexo e continua em evolução, apresentando a cada dia mais e mais formas de se calcular a projeção para tentar potencializar os ganhos. A figura 01 apresenta a linha do tempo das finanças.

Figura 01 - Linha do tempo das finanças

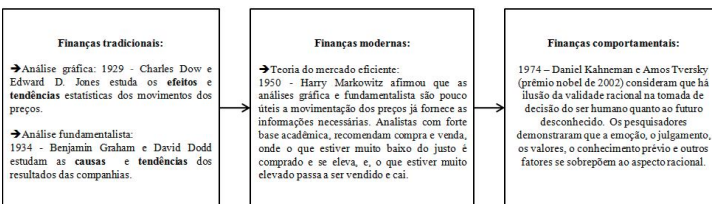


Fonte: adaptado de Haugen (2000, p.15)

A figura 02 apresenta a evolução das principais teorias financeiras. Cabe destacar que cada que está representada na figura, surgiu e não invalidou a anterior, pois ainda não surgiu uma teoria que pudesse deixar toda certeza de que as demais, constituídas no passado, pudessem ser deixadas de lado. As primeiras apresentadas são as finanças antigas, que se caracteriza pelas análises gráfica e fundamentalista.

A análise gráfica é toda baseada na oscilação de preços de compra e venda das ações praticadas no mercado. Com a análise fundamentalista, que se baseia no valor justo de uma empresa, a partir de fundamentos contábeis, pode-se projetar diversas possibilidades de lucros no futuro, considerando cenários, tanto micro como macroeconômicos, levando-se em conta outros aspectos, porém, sempre fazendo uma comparação com o preço da ação no mercado, que funciona como a referência de comparação com o valor da empresa, possibilitando a análise de valor em relação com a prática do movimento do mercado.

Figura 02 – Evolução das principais teorias financeiras

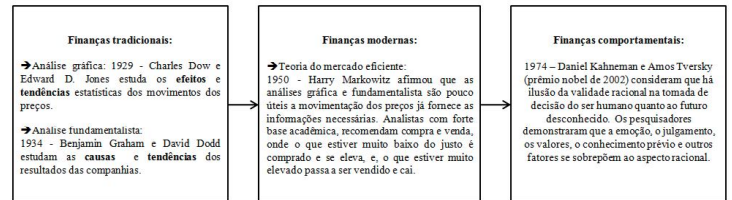


Fonte: os autores.

Os indicadores fundamentalistas são complementares, pois o investidor deve relacioná-los para construir sua decisão, ou seja, não deve se basear apenas em um indicador, mais na leitura compilada entre indicadores base. “Quando se avalia a rentabilidade e desempenho de um empreendimento empresarial para que reflitam o retorno sobre o investimento ou sobre o patrimônio líquido, deve-se considerar o capital intangível” (HOSS, 2008).

Os indicadores como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a liquidez corrente, a relação dívida-patrimônio líquido, as margens bruta, operacional e líquida, dentre outros, para citar os mais comuns, são extraídos do momento e do histórico de desempenho da empresa, mas, para o analista fundamentalista o preço da ação no mercado, só é mais um indicador a ser considerado na análise e não o foco de estudo, diferenciando-se assim, da análise gráfica que foca nas oscilações de preço. O investidor fundamentalista precisa de dados do balanço patrimonial para construir a história da empresa e, com isso, entender o futuro do papel. Por exemplo, se a relação do preço da ação em relação ao valor patrimonial por ação for abaixo de um, ou seja, se estiver com preço baixo, o mercado está oferecendo uma oportunidade quanto a essa variável, pois se o histórico de lucratividade da empresa mostra uma progressão com tendência de continuidade, o investidor toma sua decisão, observando os demais indicadores, mas já tem um ponto de partida para visualizar um futuro de ganhos superiores no momento em que o preço da ação praticado no mercado for igual ou maior que o preço correspondente da ação em relação ao patrimônio líquido. Fazendo essas correlações com os demais indicadores e ainda com a visão de mercado, que requer, muitas vezes, estudos dispendiosos de tempo, os fundamentalistas são pouco dados ao movimento constante de compra e venda, e muito mais propensos aos resultados previstos para o longo prazo.

Figura 03 – Exemplos de indicadores fundamentalistas



Fonte: Adaptado de Leuders (2008)

Ao contrário da análise fundamentalista (figura 03), a análise gráfica se ocupa mais em projetar o comportamento dos preços das ações tomando como base as cotações. Ou seja, é o inverso da fundamentalista. O ponto de partida é a oscilação dos preços das ações. É o estudo da curva histórica de preços que moldam a visão do grafista. O analista gráfico tenta visualizar os padrões de movimentos de preços através dos gráficos, que podem apontar o possível comportamento do preço da ação no futuro, fazendo com que sua decisão de investimento siga a curva estatística do preço, baseado em tendência (Sousa & Rojo, 2010, p. 118).

No início do século XX, os jornalistas Charles Dow e Edward D. Jones começaram a publicar o informativo financeiro que se tornou o The Wall Street Journal. Esse informativo passou a ser a fonte de informações daqueles que desejavam acompanhar o mercado, e, seus artigos passaram a moldar a chamada teoria de Dow, que mostra a possibilidade de identificar os momentos para que o investidor compre e venda.

A base para analisar era composta pelos gráficos dos preços, o que levou a uma gama de estudos que até os dias de hoje tentam tirar proveito dos padrões estatísticos demonstrados no

comportamento das curvas de preços e das médias.

Dow acreditava que os acontecimentos do passado, podem ser determinantes do que acontecerá no futuro. E, que a configuração gráfica dos preços tende à relação com a direção que eles tomarão no futuro próximo, representando o comportamento diário do valor em preço de determinada ação e suas frações de tempo que podem chegar a análises de, por exemplo, minuto a minuto.

Outros estudos foram surgindo e popularizaram-se fórmulas que aproveitariam o que o mundo dos investimentos passou a reconhecer como eficiência.

Precursora do mercado eficiente, a Teoria da Especulação de um matemático, desenvolvida na sua dissertação, Luis Bachelier, em 1900, que mostrava que a especulação um dia se equaliza com o valor real. Mas, foi nos anos 60 que Eugene Fama, um professor da Universidade de Chicago, construiu de forma mais elaborada e voltada para o mercado de ações a hipótese dos mercados eficientes (EMH) que teoriza que é impossível bater consistentemente os mercados usando qualquer informação que o próprio mercado já tenha conhecimento, a não ser por mera sorte. Entenda-se por uma informação, que pode afetar a hipótese dos mercados eficientes, tudo o que interfira nas cotações dos preços das ações.

O professor Fama (Haugen, 2000, p. 27) afirmou que são dois os modelos mais populares de cálculo de retorno, o Modelo de Determinação dos Preços de Ativos (CAPM) e a Teoria de Preços por Arbitragem (APT). Sendo que o CAPM pressupõe que o modelo de Harry Markovitz de otimização de carteiras é usado por todos, que segue o mercado como o índice de melhor retorno, considerando apenas uma diferenciação que detecta a sensibilidade de retorno do mercado (o beta de mercado). O que é um erro, pois a teoria do CAPM prevê que todos o usam, e, assim, se configura a eficiência do mercado, mas como são pouquíssimos os investidores que usam o CAPM, é natural que ele falhe, sendo assim, o beta de mercado acaba sendo a interrogação determinante.

Já a "APT prevê que os prêmios de risco são proporcionais à sensibilidade de um valor mobiliário a alguns fatores", como por exemplo a inflação ou as taxas de juros, ficando ainda mais difícil algum investidor conseguir uma série de longo prazo com grandes retornos. O autor é direto ao afirmar para o investidor "...vá em frente, jogue o jogo da APT. Primeiro você ficará faminto e, depois, irá à falência" (Haugen, 2000, p. 27).

Contrariando tudo que os autores defensores do mercado eficiente pregam, Robert A. Haugen (2000, p. 14) afirma que "... embora o pessoal dos mercados eficientes ainda saia por aí dizendo que uma montanha de evidências sustenta sua hipótese, a verdade sobre o assunto é que se trata de uma montanha muito antiga que está sendo rapidamente erodida e levada para o fundo do mar."

O autor afirma que novas evidências tornam cada vez menos convincente a noção de mercado eficiente, pois "... está agora muito claro que o mercado comete grandes erros na determinação do preço das ações. Ele não vê através dos números

apresentados nos relatórios contábeis. É tipicamente otimista demais quanto aos lucros futuros. Pressupõe que as empresas bem-sucedidas manterão o mesmo sucesso por muito tempo" (Haugen, 2000, p. 14).

As se tomar uma decisão por investir em determinada ação se for levar em conta a eficiência do mercado. O investidor deve pensar em ao menos três formas de se definir a eficiência de um mercado. Na primeira, deve observar o período de tempo no qual os preços se distanciam da sua verdadeira avaliação. Na segunda, deve monitorar o tempo de resposta para o ajuste de preços refletir novas informações de valor. Na terceira, comparar seus investimentos com investidores que, expostos ao mesmo nível de risco, conseguem retornos maiores (Damodaran, 2004, p. 134).

A afirmação de Damodaran sobre as três formas de análise para definir o tipo de eficiência do mercado, confrontadas com o modus operandi fundamentalista de Graham e de Buffett, com suas particularidades de respectivos mestre e seguidor, pode-se entender as diferenças que foram significativas na composição de suas carteiras de aplicação, pois sua preocupação era justamente em se o preço baixo tinha uma perspectiva de valorização que gerasse ganho de capital.

Mas, nada é certo no futuro, pois tudo que se sabe é que os modelos que deram certo no passado são apenas experiências para tentativas de acertos. Nunca há garantias totais.

### **3 Warren Buffett e Benjamin Graham: a base dos fundamentos e interpretações comportamentais**

Em se tratando de longo prazo, Warren Buffett, que é um expressivo exemplo de sucesso, afirma no prefácio à quarta edição da obra de Benjamin Graham *The intelligent investor* (2007), que o investimento bem-sucedido ao longo de toda uma vida "não requer um quociente de inteligência estratosférico, uma visão empresarial incomum ou informações privilegiadas. Precisa-se de uma estrutura intelectual coerente para tomar decisões e ser capaz de não deixar que as emoções corroam esse arcabouço" (Graham, 2007, p. 13). Desde 1950, quando tinha 19 anos de idade e leu *The intelligent investor* de Graham, Buffett adotou-o e comparou-o com diversas obras ao longo de sua trajetória como investidor, sempre reafirmando que a obra de Graham, publicada originalmente em 1949, continua insuperável.

De acordo com Buffett e Clark, Graham percebeu que: "... quando estavam dominados por seu frenesi especulativo, aqueles investidores às vezes faziam com que as cotações subissem até atingir níveis ridículos em relação às realidades econômicas de longo prazo do mercado em que as empresas atuavam. Também percebeu que aqueles mesmos famosos investidores às vezes provocavam a queda das ações a níveis insanos que, da mesma forma, não levavam em conta as perspectivas de longo prazo das companhias. Era nesses níveis insanamente baixos que Graham via uma oportunidade fantástica para ganhar dinheiro (2010, p. 14).

Aluno e discípulo de Graham, Buffett o seguia em seus fundamentos quanto à diversificação e segurança mesmo em ações desprezadas pela maioria. Eram ações que às vezes pos-

suíam uma imagem que derrubava seu preço, mas que na análise dos fundamentos contábeis podia-se encontrar. Buffett aprendeu a revisar as ações que Graham chamava de “guimbas de charuto”, ou impopulares e baratas. Chamar as ações de “guimbas de charuto” leva à comparação com algo que ainda pode ter um último proveito sem custar nada, como um charuto no chão, que estava usado e ninguém mais o desejava, então acabava ali mesmo, jogado fora, desprezado, mas que podia conter algo bom para aquele que prestasse mais atenção e desejasse correr os riscos oferecidos por essa situação. Graham sabia que determinado número de “guimbas” estaria estragado e achava inútil que o tempo fosse desperdiçado com análise exagerada quanto ao quesito qualidade de cada uma delas.

A fórmula básica que permitia comprar ações desprezadas era simples: comprar por um preço abaixo do valor real dos ativos, caso a empresa fosse liquidada. Essa seria a margem de segurança proposta na fórmula, que somada à uma grande diversificação, dava aos investimentos de Graham uma segurança extra (Schroeder, 2008, p. 199)

Buffett ainda via algo diferente do mestre. Ele acreditava que a enorme diversificação proposta nas carteiras que Graham compunha não dava tanta margem para crescimento do capital, o que frustrava algumas oportunidades excelentes por conta de tanta segurança. Procurando ações de empresas que não estavam sendo cotadas adequadamente, por que a lei da oferta e procura assim o queria, já que, não sendo populares e nem noticiadas, essas empresas acabavam sendo de pouca liquidez, mas de enorme valor no que se refere aos ganhos possíveis com a valorização. Ele preferia passar mais tempo analisando profundamente um número menor de empresas que pudessem oferecer oportunidades de crescimento superior do seu capital investido. Esse empenho todo pode ser comparado ao seu comportamento quando jovem, Buffett vagava horas pelo hipódromo na busca de bilhetes jogados fora, pois muita gente, simplesmente não se importava com prêmios irrisórios e se desfazia dos bilhetes, mas para ele que não pagou nada, além de tempo e dedicação, juntar centenas de bilhetes pelo chão e lixeiras para depois conseguir algum lucro era ganho certo (Schroeder, 2008, p. 200).

O sucesso de Buffett começou a atrair a atenção de professores de finanças, que estavam buscando formas de explicar como ele não passava de um acidente estatístico, alertando seus alunos para não dar atenção demasiada. Os professores começavam dizendo que “...se um monte de pessoas tentasse se sair melhor do que a média, logo elas se tornariam a média”, que de acordo com um estudo de Bachelier em 1900, “...o mercado era composto de especuladores que se combinavam num todo, que, por sua vez, operava de acordo com um caminho aleatório”. O professor Eugene Fama, da Universidade de Chicago, baseou-se nesse estudo para desenvolver o que ele chamou de “eficiente”, dizendo que “os esforços desordenados de legiões de investidores para superar o mercado tornavam esses mesmos esforços fúteis...”. cada vez mais a hipótese do mercado eficiente desqualificava Buffett e, por consequência não menos grave, desqualificava Graham, causando um desconforto e ofensa aos seguidores dos professores Benjamin Graham e David L. Dodd, comparando-os com “macacos jogando dardos em Wall Street” (Schroeder, 2008, p. 543).

É fato que os investidores que seguiram Graham, voltados para

valor, dentre os quais Buffett, alcançaram destaque no cenário de investimentos, ganhando muito mais dinheiro do que os analistas de preço nos mesmos períodos.

No ano de 1984, a Columbia Business School organizou um seminário para comemorar 50 anos do livro *Security Analysis* de Graham e Dodd, e convidou Buffett para defender o ponto de vista de Graham no seminário, que pela composição dos professores, seria mais um debate enaltecido do mercado eficiente. O próprio Dodd, que estava sentado ao lado de Buffett, ouvia as “...críticas contundentes às visões ultrapassadas dos investidores em ações de valor grahamianos”, como eram chamados os seguidores de Graham e Dodd. Críticas essas feitas pelo professor Michael Jensen, que se comportava como “opponente” da mesa redonda. Naquele momento o seminário mais parecia uma armadilha para desmoralizar as idéias de Graham e Dodd, transformando-as em meras causas de um acidente estatístico daqueles que “aleatoriamente” obtiveram sucesso. Já enfraquecido pela idade, indignado com o que ouvira até aquele momento, Dodd disse a Buffett: “arrie as calças dele, Warren”. Então, Buffett começou a narrar com uma precisão de fatos que desarmou qualquer argumento. Mostrou com números e nomes, gráficos e históricos de nove administradores de carteiras de ações, incluindo ele próprio, dizendo que todos eles vinham de um lugar chamado “Graham-and-Doddsville”, onde jogavam e ganhavam no “cara e coroa” havia mais de vinte anos e ainda estavam na ativa. Nesse mesmo ano, o conteúdo da fala de Buffett no seminário fora convertido em artigo pelo próprio e publicado na revista *Hermes*, da Columbia Business School, contribuindo muito para afirmar fortemente sua reputação e respeito entre os investidores. Para Buffett o grande serviço que a hipótese do mercado eficiente poderia ter prestado seria de acabar com a coragem de pessoas comuns acharem que poderiam ser mais espertas que o mercado. A partir daí, tanto os estudos do mercado eficiente como os do valor, cresceram em muitas universidades e instituições financeiras que partiram em busca do melhores métodos de alcançar seus sucessos em forma de resultado nos investimentos (Schroeder, 2008, pp. 544-547).

Normalmente, empregamos a investigação científica para testar padrões. Se você estivesse interessado na pesquisa de uma espécie rara de câncer, e descobrisse que dos 1500 casos que ocorrem normalmente ao ano - 400 deles ocorrem na mesma cidadezinha mineira localizada em Montana, você ficaria muito interessado em conhecer a água daquela região, a ocupação dos pacientes e outras variáveis. Você sabe que não é possível que o acaso tenha concentrado todos os pacientes naquela mesma pequena região. Você pode não saber as causas, mas sabe onde pode procurá-las.

Eu asseguro a vocês que existem outros lugares para se procurar por causas além da geografia. Existe aquilo que eu costumo chamar de origem intelectual. Eu acredito que, a esta altura, você já deve estar desconfiado que um número desproporcional de vencedores do concurso de jogadores de cara ou coroa do mundo de investimentos venha de uma pequena vila, muito intelectualizada que poderia ser chamada de Graham-and-Doddsville. Uma grande concentração de vencedores nos levam a mesma vila, o que não poderia ser explicado pelo simples acaso. (Buffett, 1984)

Quando uma curta série, contendo dados de apenas 2

ou 3 anos é usada para creditar a um investidor os ganhos acima dos ganhos médios de mercado, pode-se dizer que há inconsistência na sustentação de uma hipótese de que ele sabe o que está fazendo para ser vencedor nos resultados. Mas se aumentar o número de investidores para uma amostra de, diga-se, 20 pessoas de sucesso para um universo de 1.000.000 de investidores. Ora, mesmo que as 20 pessoas estejam multiplicando seu patrimônio muito acima dos ganhos de mercado, ainda não há consistência estatística. Porém, se esses investidores de sucesso destacado forem de uma mesma cidade, pode ser que o número de variáveis esteja aumentando a consistência da hipótese, pois se aproxima de provas irrefutáveis.

Um conjunto maior de premissas verdadeiras aumenta a probabilidade de conclusão verdadeira. “Uma afirmação complementada com provas é a conclusão de um argumento, e a lógica fornece técnicas adequadas para a análise de argumentos. A análise lógica diz respeito à relação entre uma conclusão e as provas oferecidas para servir-lhe de apoio” (Salmon, 2010, p. 1)

Em 1986, Warren Buffett, fez uma conferência para 400 pessoas, com frases comuns aos empresários do tipo “mais vale um pássaro na mão do que dois voando”. No ano seguinte, compareceram 500 pessoas e muitas delas idolatravam Buffett por um fato irrefutável: tê-las enriquecido.

Buscando explicações comportamentais no campo da psicanálise, descobriu-se que muito pode ajudar a interpretar a visão e os resultados de Buffett, que, certamente, vão além da técnica fundamentalista.

Melanie Klein concluiu que “...a emoção é a base da vida mental e aquilo que lhe dá significado e existe tanto no consciente como no inconsciente...”, coloca ainda que “...o ser humano nasce para um mundo de relações e, desde o início, quando se relaciona com alguém, nunca mais será o mesmo. A partir do momento em que ocorre uma experiência emocional, todo relacionamento implica uma modificação de todos que nela estão presentes” (Gevertz apud Pinto, 2007, p. 319). Complementando com a frase de Caio Liudvik sobre o efeito do comportamento nas interpretações: “...nem sempre são tão rígidas as fronteiras entre a ciência e a arte...” (Liudvik como citado em Pinto, 2007, p. 292) isso explica bem porque o movimento do mercado é tão atrelado às decisões das pessoas e ao futuro incerto.

Daniel Goleman fornece explicação neurológica para a ansiedade e incapacidade da maioria das pessoas em tomar friamente suas decisões. Os comportamentos são frutos das relações, desde a mãe, passando por todas as fases do crescimento e continua durante toda a vida.

O cérebro que está sob tensão, ansiedade, raiva e outros sentimentos negativos, sofre descargas elétricas na forma de “estática neural, sabotando a capacidade do lobo pré-frontal de manter a memória funcional”, ou seja, quando temos tensão de qualquer natureza a capacidade decisória simplesmente fica muito prejudicada (Goleman, 1995, p. 41).

Para entender que no mercado não é o QI que determina o sucesso, uma pesquisa com 450 garotos em Massachusetts identificou que um terço delas tinha o QI abaixo de 90, porém

após acompanhá-las até a meia idade, pôde-se perceber que o nível de QI teve “pouca relação com o nível de sucesso que essas pessoas alcançaram no trabalho ou em outros setores de suas vidas”. Descobriu-se que o que realmente fez a grande diferença nos resultados sócio-econômicos foram as habilidades adquiridas na infância. Essas habilidades acabaram fazendo com que os que se destacaram fossem dotados de capacidades mais elevadas de enfrentar situações adversas e frustrações. São indivíduos que levam a vida controlando suas emoções e se relacionando mais racionalmente com as outras pessoas que encontram durante as situações mais diversas. Esse efeito aumenta a probabilidade de aproveitar as oportunidades e enfrentar as ameaças com mais tranquilidade rumo aos resultados positivos (Goleman, 1995, p. 48).

A inteligência emocional mostra que o conhecimento e a sabedoria na utilização é que fazem a diferença nos resultados, ou seja, nas finanças, o conhecimento da aplicação de técnicas de análise e pesquisa pode provocar toda a diferença entre a clareza de visualização de riscos e oportunidades, mas o melhor aproveitamento do recursos aplicados dependem de decisões e, as decisões sofrem muita influência do comportamento no momento da tomada de decisão.

O conhecimento superficial de uma empresa deve compreender as possibilidades de quanto será o lucro, pois os cenários projetados dependem dos dados e da visão de quem extrai e utiliza as informações geradas. “É a profundidade de conhecimento combinada com a baixa avaliação e alta qualidade, que constroem investimentos acima da média” e não há outra lógica válida para os seguidores de Graham, pois desviar dessas três dimensões, que formam os pilares de sustentação dos fundamentalistas Grahamianos ampliam o risco de se perder dinheiro com o investimento errado. Se o investidor conseguir somar ao modelo tridimensional de investimentos, um comportamento que crie o ambiente psicológico adequado, e ainda conhecer e viver o conceito de valor do dinheiro no tempo, ele estará equipado para efetuar uma análise de ações muito acima da média (Motley Fool, 2003). A média, no Brasil, mais usual é mensurada pelo Ibovespa.

#### 4 Ibovespa

De acordo com Sousa e Torralvo (2008, p. 119) “o Ibovespa é uma carteira teórica composta pelas ações mais negociadas na Bovespa e reflete o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações à vista na bolsa”. Utilizando o índice do Ibovespa, muitos investidores sentem-se mais seguros, pois não estariam contrariando o mercado e sim seguindo exatamente pelos seus passos mais estudados e recomendados para um risco calculado.

“As ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro transacionado no mercado à vista, e o valor de mercado das empresas cujas ações integram o índice representa aproximadamente 70% da capitalização bursátil de todas as empresas listadas na Bovespa” (Sousa & Torralvo, 2008, p. 119).

Ações mais expostas à mídia e a atenção do público investidor ou não, tendem a ser mais rápidas nas respostas de ajuste e disparidade do mercado eficiente. Os preços em relação ao va-

lor real são facilmente alinhados o tempo todo, dando a sensação de justo, mas o valor percebido por influência midiática é instável e suscetível à próxima notícia. Como exemplo no Brasil, empresas relacionadas ao setor de petróleo formam um alvo muito mais rápido para a volatilidade dos preços das ações, provocando um comportamento de movimentações de deslocamento que nem sempre refletem a eficiência do mercado. O caso da OGX Petróleo (OGXP3) é um caso de elevado descolamento de preço para cima por conta de uma percepção de mercado em relação ao goodwill de exploração de petróleo ainda não existente, tornando-a alvo constante de oscilações, fazendo com que o tempo de ajuste seja muito rápido, mesmo que ainda não tenha configurado um rumo ao valor real, pois está longe de ser estabelecido o patamar de preços que venha a fixar uma linha de eficiência, já que a empresa ainda nem mesmo tem receitas.

Caso semelhante, mas com muitas empresas, foi da corrida pela era digital propagada pelo Vale do Silício nos anos 90, que culminou com o reflexo na bolsa de empresas pontocom super valorizadas pelo excesso de confiança em um futuro que não foi assim tão promissor, e, são muitos os investidores da Nasdaq que têm, até hoje, medo de ações em companhias da área de informática, pois experimentar tal descolamento estratosférico do mercado deixou claro que o perigo é eminente.

Por isso, acompanhar o Ibovespa é um modo de permanecer com uma referência para todas as demais análises que o investidor efetuar de ações no Brasil.

## 5 Resultados e conclusões

Apesar de muitos estudos lógicos e matemáticos terem demonstrado eficiência em estudar e prever o mercado, uma previsão será sempre uma previsão e não uma certeza. Para que o mercado de previsões funcione, deve ser mesmo de poucos, pois toda vez que todos enxergam a mesma tendência, essa tendência deixa de ter tanto valor.

Com episódios de disputa entre hipóteses e teorias de como deve ser a melhor forma de efetuar uma previsão, pode-se concluir que a melhor forma não existe e se existisse, assim que fosse colocada em prática e tivesse uma série assertiva, seria objeto de seguidores, o que faria que perdesse a capacidade de ser eficaz, pois perderia o sentido de exclusividade.

Uma analogia para entender o aspecto das hipóteses de cunho paradoxal e de prática assertiva excludente pode se comparar o mercado de ações com uma grande maratona, onde os competidores podem conhecer as técnicas, mas nem todos terão habilidades certas para definir o momento de usar cada uma delas, com que intensidade, de que forma e como medir se estão funcionando, não apenas no momento, mas para o alcance do objetivo final. Se todos os competidores da maratona puderem ter o mesmo conhecimento das técnicas e as mesmas interpretações da aplicação de resultados elevados, todos chegariam primeiro, ou seja, para que um grupo de corretores seja vencedor, é preciso que haja os que perdem.

Pode-se concluir que apesar de algumas vaidades defensivas de essa ou outra teoria de avaliação para investimentos em ações, nenhuma delas é totalmente certa, pois se fosse,

seria copiada e tudo voltaria a ser equilibrado. Por esse motivo, acredita-se que o mercado eficiente assim o é porque os preços tendem a buscar o equilíbrio para que o mercado continue a fluir. Se o desequilíbrio de valor fosse perpétuo, então voltaria a ser o preço correto. Ao mesmo tempo em que os adeptos do mercado eficiente alegam que Buffett é como um acidente estatístico, e ele alega que o mercado eficiente não funciona, pode-se concluir que um depende do outro. Ora a própria aversão ao mercado eficiente proferida por Buffett acaba por ser útil para ao menos explicar como um ativo adquirido por ele abaixo do valor justo pode se elevar um dia.

Os fundamentos dependem da eficiência do mercado em, em algum momento, reconhecer o valor de um ativo, para que então, possa-se realizar o ganho com a venda.

O objetivo desse estudo não foi levar o leitor a acreditar somente em uma ou outra teoria, mas em mostrar que existem fatores complementares entre as diversas formas de se avaliar um investimento em ações, que além de tudo ainda tem que dominar suas emoções para conseguir equilíbrio para enfrentar as quedas que remetem ao medo natural de perder seus investimentos e sofrer com isso. A disciplina do investidor ainda tem muito a ser explorada no campo das finanças comportamentais. Outras teorias surgirão e, ao que parece, uma não substituirá a outra, mas apenas elevará a complexidade da análise.

Harry Domash (2006) em seu livro *Fire your stock analyst! Analyzing stocks on your own* no qual o próprio título sugere exatamente o que o autor enfatiza na sua obra: que o investidor deve fazer suas próprias escolhas de investimento. Domash apresenta um roteiro fundamentalista de 11 passos para a análise do valor de cada uma das ações nas quais o investidor pretende distribuir seus recursos, atribuindo pontuação, como se as ações estivessem concorrendo entre si para ver quem oferece o melhor potencial de acerto em crescimento, mas considera importante que o investidor esteja sempre preparado, técnica e emocionalmente, para analisar por conta própria seus investimentos.

## Referências

- BUFFETT, Warren (1984). *The superinvestors of Graham and Doddsville*. Recuperado em: 23 abril, 2011, de <http://www.tilsonfunds.com/superinvestors.html>
- BUFFET, Mary; Clark, David (2010). *Warren Buffett e análise de balanços: como identificar empresas com vantagem competitiva de longo prazo por meio de suas demonstrações contábeis*. Rio de Janeiro: Sextante.
- HAUGEN, Robert A. (2000). *Os segredos da bolsa*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- HOSS, O. Modelo Hoss de Avaliação de Ativos Intangíveis. In: *CAP Accounting and Management*. Número 02. Ano 02. Vol. 2. 2008.
- DAMODARAN, Aswath (2004). *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2ª edição. Porto Alegre: Bookman.
- DOMASH, Harry (2006). *Fire your stock analyst! Analyzing stocks on your own*. New Jersey: FT Press.

GOLEMAN, Daniel (1995). Inteligência emocional: a teoria revolucionária que redefine o que é ser inteligente. Rio de Janeiro: Editora Objetiva.

GRAHAM, Benjamin (2007). O investidor inteligente. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.

PINTO, Manuel da Costa (2007). O livro de ouro da psicanálise: o pensamento de Freud, Jung, Melanie Klein, Lacan, Winnicott e outros. Rio de Janeiro: Ediouro.

SALMON, Wesley C. (2010). Lógica. Rio de Janeiro: LTC.

SCHROEDER, Alice (2008). A bola de neve: Warren Buffett e o negócio da vida. Rio de Janeiro: Sextante.

SOUSA, Almir Ferreira de (2007). Avaliação de investimento: uma abordagem prática. São Paulo: Saraiva.

SOUSA, Almir Ferreira de & Torralvo, Caio Fragata (2008). Aprenda a administrar o próprio dinheiro. São Paulo: Saraiva.

SOUSA, Almir Ferreira de & Rojo, Claudio Antonio (2010). Análise de investimentos por simulação de cenários baseada em variáveis críticas qualitativas compiladas com lógica fuzzy. Revista CAP – Accounting and Management. Pato Branco: TECAP/UTFPR.

MALHOTRA, Naresh (2001). Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada. Porto Alegre, Bookman.

Motley Fool Staff (2003). 11 rules of stock picking. Recuperado em 20 abril, 2011, de <http://www.fool.com/news/commentary/2003/commentary030828mfs.htm?source=mppromo>