UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

**VIESES COGNITIVOS E O INVESTIDOR INDIVIDUAL BRASILEIRO: UMA
ANÁLISE DA INTENSIDADE DE VIESES EM DECISÕES DE INVESTIDORES**

Bianca Simões Cotrim

Orientador: Professor Doutor Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2014

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

BIANCA SIMÕES COTRIM

**VIESES COGNITIVOS E O INVESTIDOR INDIVIDUAL BRASILEIRO: UMA
ANÁLISE DA INTENSIDADE DE VIESES EM DECISÕES DE INVESTIDORES**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Professor Doutor Iran Siqueira Lima

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2014

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Cotrim, Bianca Simões

Vieses cognitivos e o investidor individual brasileiro: uma análise da intensidade de vieses em decisões de investidores / Bianca Simões Cotrim. -- São Paulo, 2014.
194 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2014.
Orientador: Iran Siqueira Lima.

1. Mercado de capitais 2. Racionalidade limitada 3. Finanças comportamentais 4. Vieses cognitivos I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332.041

A meus pais, Carlos e Denise,
e a meus irmãos, Guilherme e Giovanni,
pelo companheirismo, amor e amizade
durante todos estes anos.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais (Carlos e Denise) e aos meus irmãos (Guilherme e Giovanni), por me incentivarem, me apoiarem, e estarem ao meu lado em todos os momentos, inclusive nos meus dias mais difíceis. Obrigada por não terem me deixado desanimar ao longo dessa jornada, e por me mostrarem que desafios existem para serem superados, e que não precisamos teimar em resolvê-los sempre sozinhos, afinal, as pessoas que te amam sempre estarão por perto. Muito obrigada!

Aos meus avós, tios, tias, primos e primas por estarem presente, e por torcerem tanto por mim. Obrigada por toda força e por todos os momentos que passamos juntos.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Iran Siqueira Lima, primeiramente, por ter aceitado meu pedido para que fosse meu orientador, pelas reuniões e direcionamentos que conseguiam clarear minhas ideias, pela disponibilidade em me atender pessoalmente e por telefone, pela paciência, pelo apoio e confiança, e pela incrível habilidade de me tranquilizar quando eu achava que, por algum motivo, algo sairia do controle.

Ao Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, pelas valiosas contribuições na qualificação deste trabalho e pelo direcionamento da pesquisa.

À Prof. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort, pelo incentivo ao mestrado desde a época da graduação, pela disponibilidade, pelo apoio, e por ser sempre tão atenciosa. Muito obrigada por toda ajuda e contribuições desde o início do mestrado até à conclusão da dissertação.

À Prof. Dra. Vera Rita de Mello Ferreira pela reunião inspiradora que possibilitou o desenvolvimento desta pesquisa e pelo conhecimento disponibilizado através de seus livros e cursos.

Ao Prof. Dr. Carlos Renato Theóphilo pela gentileza de ter lido o trabalho e feito sugestões quanto ao formato do instrumento e pesquisa na época de qualificação.

Às amigas do mestrado: Samantha Valentim Telles e Érika Pena, por todas as conversas, desabafos e todos os trabalhos que fizemos juntas. Obrigada pela paciência e pela amizade durante todo esse processo. Vocês são demais!

Aos amigos do mestrado: Cristiana Gobbi Macedo, Patrícia Victório, Marcelo Souza, Cláudio Zaro, Daniel Mucci e Tatiana Ferrara, pelos trabalhos desenvolvidos e por todos os estudos em conjunto que muitas vezes foram essenciais para o entendimento da matéria. Ao Rudah e à Catarina Karen, pelas conversas, apoio, incentivo, materiais e sugestões: obrigada pela parceria.

Aos amigos do doutorado: Rodrigo Paiva, Josué Braga e Bianca Checon, pelas explicações sobre o mestrado, sobre as disciplinas e pelos materiais fornecidos para pesquisa durante o curso. Ao Rodrigo, agradeço também pelo incentivo de cursar o mestrado quando estava no curso de IFRS, e por se dispor a explicar questões de contabilidade gerencial para prestar a prova específica. Obrigada por toda ajuda e amizade!

Às amigas de longa data (já se passaram 15 anos): obrigada Sté, Naty, Thata, Gé, Tata, Déa e Drica, por me aguentarem durante todos esses anos, e pelos tantos momentos que me tranquilizaram e me ajudaram a descontraí-las.

Ao Carlos Augusto Silva Barros, pela gentileza de disponibilizar o questionário utilizado em sua pesquisa, aos participantes do pré-teste da pesquisa, que ajudaram com que ela fosse aprimorada, e a todas as pessoas que responderam a pesquisa, pois sem vocês ela não teria acontecido.

À ABRAPP, pela prontidão e gentileza em divulgar o *link* da pesquisa a seus associados.

Aos amigos e colegas do Itaú Unibanco, pela oportunidade e apoio para que eu pudesse cursar o mestrado. Obrigada pela confiança e pela força que deram neste período.

Obrigada a todos que, de alguma forma, contribuíram para que este trabalho fosse concluído.

“A educação é a arma mais poderosa que você
pode usar para mudar o mundo.”

Nelson Mandela

RESUMO

Cotrim, B. S. (2014). *Vieses cognitivos e o investidor individual brasileiro: uma análise da intensidade de vieses em decisões de investidores*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

O mercado de capitais brasileiro tem se desenvolvido ao longo dos anos, e com o fim do longo período inflacionário, houve a possibilidade das pessoas fazerem planejamentos de longo prazo, sem se preocupar apenas com a perda do valor do dinheiro no curto prazo. Alguns fatores levaram à entrada de investidores no mercado de capitais, que tem sido crescente nos últimos anos. Para que se atraia cada vez mais investidores para esse mercado, e de forma sustentável, instruindo-os para que possam ter mais consciência na hora de investir, é essencial conhecer vieses que influenciam suas decisões, pois, diferentemente do que apontam as Teorias Tradicionais e Modernas de Finanças, os investidores (e as pessoas em geral) não agem de forma completamente racional quando fazem escolhas, podendo ser influenciados, de forma mais ou menos intensa, por vieses, como excesso de confiança, falácia de custos irreversíveis, aversão à perda, entre outros, que poderão afetar essas escolhas, e por fim, o mercado em geral. Dessa forma, o objetivo deste estudo foi de identificar a intensidade em que vieses estão presentes em decisões de investidores individuais do mercado de capitais brasileiro, e verificar se essa intensidade está relacionada ao sexo e ao tempo como investidor do mercado, fornecendo subsídio para que sejam desenvolvidos programas, focados inicialmente naqueles vieses que se mostram mais presentes nas decisões, para instruir investidores e possíveis investidores sobre essa influência, ajudando-os a identificar padrões em suas escolhas que possam ser prejudiciais a eles. Para isso, o instrumento de pesquisa utilizado foi um questionário com questões múltipla escolha, disponibilizado em provedor de serviços de pesquisas eletrônicas, por meio do qual foi efetuada a coleta de dados. O *link* do questionário foi enviado a instituições relacionadas ao mercado de capitais para divulgação a investidores e a grupos de investidores por meio de redes sociais. No total, 178 pessoas responderam à pesquisa, sendo que 80 são investidores no mercado de capitais, cujas respostas foram analisadas. Para efetuar a interpretação das respostas foi utilizada análise descritiva. Observou-se que, dos 13 vieses analisados, apenas 4 se mostraram com alta intensidade na escolha de investidores, sendo eles os vieses de excesso de confiança, excesso de negociação, contabilização mental e ancoragem, e que, para maioria dos vieses não se observa diferença significativa de intensidade entre sexo masculino e feminino, mas é possível perceber que para alguns dos vieses quanto maior o tempo como investidor, menor a intensidade do viés. As respostas de não investidores também foram analisadas, como forma de identificar a intensidade em que vieses estariam presentes em pessoas que poderiam em algum momento ser investidores, e percebeu-se que, comparativamente aos investidores, eles apresentaram maior intensidade dos vieses. Para pessoas que estão envolvidas com o mercado de capitais a intensidade dos vieses não foi tão alta, mas para aqueles que não são investidores a alta intensidade foi predominante para um maior número de vieses, o que poderia estar relacionado à experiência adquirida no mercado de alguma forma, e que mostra a necessidade de apresentar situações a que as pessoas poderiam estar expostas e cuidados a serem tomados para mitigar as influências que podem sofrer ao investir no mercado.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Racionalidade Limitada; Finanças Comportamentais; Vieses Cognitivos;

ABSTRACT

Cotrim, B. S. (2014). *Cognitive biases and the Brazilian individual investor: the intensity of biases in investor's decisions*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

The Brazilian capital market has developed over the years, and with the end of a long inflationary period, there was the possibility of people making long-term plans, instead of only being worried about the loss of value of money in the short term. Some factors have led to the entry of investors in the capital market, which has been growing in recent years. In order to attract more and more investors to this market, and in a sustainable way, instructing them so they can be more aware when investing, it is essential to know the biases that influence their decisions, since, unlike what the Traditional and Modern Finance Theories describe, investors (and people in general) do not act completely rationally when they make choices and may be influenced more or less intensely by biases such as overconfidence, sunk cost fallacy, loss aversion, among others, which may affect these choices, and ultimately, the market. Thus, the aim of this study was to identify the intensity in which biases are present in the decisions of individual investors in the Brazilian capital market, and verify if this intensity is related to sex and time as market investor, providing information so that programs can be developed, focused initially on those biases that are more present in decisions, to instruct investors and potential investors of this influence, helping them to identify patterns in their choices that may be harmful to them. For this, the research instrument was a questionnaire with multiple choice questions, available in electronic research services provider, through which was collected the data. The link to the questionnaire was sent to the capital market related institutions, so they could send it to investors, and groups of investors through social networks. 178 people responded to the survey, of which 80 are investors in the capital market, whose responses were analyzed. To analyze the responses it was used descriptive analysis. It was observed that, of the 13 biases analyzed, only 4 showed up with high intensity in the choice of investors, namely the bias of overconfidence, excessive trading, mental accounting and anchor, and that for, most biases, no significant difference in intensity is observed between males and females, however, for some biases, it is possible to see that when higher the period the person has been an investor, lower the intensity of the biases. The responses of non-investors were also analyzed as a way to identify the intensity in which biases were present in people who might be, at some point, investors, and it was noticed that, compared to investors, they showed greater intensity of biases. For those people who are involved with the capital market the intensity of biases was not as high as for those who are not, for whom the high intensity was prevalent for a larger number of biases. This could be related, somehow, to the experience gained in the market, and shows the need to present situations that people could be exposed and be careful about, being aware of steps that could be taken to mitigate the influences that they can suffer when investing in the market.

Key-words: Capital Market; Bounded Rationality; Behavioral Finance; Cognitive Biases.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE GRÁFICOS	5
LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES	7
1 INTRODUÇÃO	9
1.1 Contextualização	9
1.2 Objetivos da pesquisa	17
1.3 Justificativa de pesquisa e contribuições do estudo.....	17
1.4 Estrutura do trabalho	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1 Comportamento financeiro do investidor – Racional?	21
2.2 “Homem Econômico” e “Homem Real” – Teoria da Racionalidade Limitada.....	25
2.3 Comportamento financeiro do investidor – Racional e Emocional.....	28
2.3.1 Teoria da Perspectiva.....	31
2.3.2 Aversão à perda	35
2.3.3 Falácia dos custos irrecuperáveis	36
2.3.4 Efeito disposição.....	38
2.3.5 Contabilização mental (contas mentais)	40
2.3.6 Excesso de confiança.....	43
2.3.7 Viés de confirmação	45
2.3.8 Comportamento de manada	46
2.3.9 Viés do <i>status quo</i>	47
2.3.10 Autocontrole	48
3 METODOLOGIA.....	53
3.1 Planejamento da pesquisa.....	53
3.2 Metodologia, escolha da estratégia e amostra da pesquisa.....	53
3.2.1 Metodologia.....	53
3.2.2 Escolha da estratégia	54
3.2.3 Amostra da pesquisa.....	54
3.3 Técnica de coleta e tratamento de dados	55
3.4 Variáveis	57
3.5 Instrumento de pesquisa	59
3.6 Matriz de amarração	61
3.7 Interpretação das respostas	65
3.8 Limitação do trabalho	70
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	71
4.1 Informações gerais sobre os dados coletados	71
4.1.1 Distribuição e retorno de respostas do questionário	71
4.1.2 Análise da base de dados e validação dos questionários respondidos.....	72
4.2 Perfil dos respondentes	73
4.2.1 Investidor ou não investidor no mercado de capitais	74

4.2.2	Tempo como investidor no mercado de capitais	77
4.2.3	Sexo	79
4.2.4	Estado Civil	79
4.2.5	Idade	80
4.2.6	Formação acadêmica (nível acadêmico).....	81
4.2.7	Área de formação acadêmica.....	82
4.2.8	Renda média mensal individual.....	82
4.2.9	Auto-avaliação do conhecimento em Contabilidade e Finanças	84
4.3	Comportamento financeiro – investimentos.....	86
4.3.1	Aversão à perda	86
4.3.2	Representatividade.....	88
4.3.3	Conhecimento em contabilidade e finanças	92
4.3.4	Comportamento de manada	95
4.3.5	Aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irre recuperáveis.....	96
4.3.6	Aversão à perda e efeito certeza	98
4.3.7	Autocontrole	100
4.3.8	Contabilização mental (contas mentais).....	101
4.3.9	Falácia dos custos irre recuperáveis	103
4.3.10	Viés de confirmação	105
4.3.11	Racionalidade	106
4.4	Comportamento financeiro – consumo.....	108
4.4.1	Ancoragem.....	108
4.4.2	Autocontrole	110
4.4.3	Viés do <i>status quo</i>	111
4.4.4	Comportamento de manada	114
4.5	Comportamento financeiro – frequência de revisão de valores.....	116
4.5.1	Excesso de negociação e viés do <i>status quo</i>	116
4.5.2	Viés de confirmação	118
4.6	Comportamento financeiro – importância de fontes ao processo decisório	120
4.7	Comportamento financeiro – razão e emoção	122
4.8	Resumo dos resultados	124
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	127
5.1	Conclusões.....	127
5.2	Implicações do estudo	129
5.3	Propostas.....	130
5.4	Limitações da pesquisa.....	130
	REFERÊNCIAS	133
	APÊNDICES	143

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

API – Análise do Perfil do Investidor

APIMEC MG – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - Minas Gerais

BACEN – Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros - Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros)

CEMEC – Centro de Estudos do Mercado de Capitais

COREMEC – Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiros, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ENEF – Estratégia Nacional de Educação Financeira

FIPs – Fundos de Investimento em Participação

IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

INI – Instituto Nacional de Investidores

IPOs – Initial Public Offering

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development

PDMC – Plano Diretor do Mercado de Capitais

SFN – Sistema Financeiro Nacional

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Retorno de respostas por canal de distribuição	72
Tabela 2 - Questionários válidos por canal de distribuição (1)	72
Tabela 3 - Questionários válidos por canal de distribuição (2) - investidores	73
Tabela 4 - Tempo de investimento no mercado de capitais x sexo dos investidores	78
Tabela 5 - Relação entre idade e sexo dos investidores	81
Tabela 6 - Auto-avaliação em Contabilidade x área de formação acadêmica.....	85
Tabela 7 - Auto-avaliação em Finanças x área de formação acadêmica.....	86
Tabela 8 - Intensidade de aversão à perda de acordo com sexo de investidores.....	87
Tabela 9 - Intensidade de representatividade de acordo com sexo de investidores - 1	89
Tabela 10 - Intensidade de representatividade de acordo com sexo de investidores - 2	91
Tabela 11 - Intensidade de comportamento de manada x sexo de investidores - 1	96
Tabela 12 - Intensidade de vieses x sexo de investidores	97
Tabela 13 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza x sexo de investidores	99
Tabela 14 - Intensidade de falta de autocontrole x sexo dos investidores - 1	101
Tabela 15 - Intensidade de contabilização mental x sexo de investidores	102
Tabela 16 - Intensidade de falácia dos custos irrecuperáveis x sexo de investidores	104
Tabela 17 - Intensidade do viés de confirmação x sexo de investidores.....	106
Tabela 18 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis x sexo de investidores...	107
Tabela 19 - Intensidade de ancoragem x sexo de investidores	109
Tabela 20 - Intensidade de falta de autocontrole x sexo de investidores - 2	111
Tabela 21 - Intensidade de viés de <i>status quo</i> x sexo de investidores - 1	112
Tabela 22 - Intensidade de viés de <i>status quo</i> x sexo de investidores - 2	114
Tabela 23 - Intensidade de comportamento de manada x sexo de investidores - 2	115
Tabela 24 - Frequência de revisão de valores de investimento de acordo com sexo de investidores.....	117
Tabela 25 - Frequência de revisão de valores de dívidas de acordo com sexo de investidores	119
Tabela 26 - Influência de razão e emoção sobre "meu" comportamento	123
Tabela 27 - Influência de razão e emoção sobre o comportamento de colegas	123
Tabela 28 - Resumo das intensidades encontradas x sexo investidor	124
Tabela 29 - Resumo das intensidades x tempo como investidor.....	125

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Investidores x não investidores.....	74
Gráfico 2 - Respondentes não investidores – separação por sexo.....	75
Gráfico 3 - Nível acadêmico de não investidores	75
Gráfico 4 - Área de formação acadêmica de não investidores	76
Gráfico 5 - Estado civil de não investidores	76
Gráfico 6 - Idade de não investidores.....	77
Gráfico 7 - Tempo como investidor no mercado de capitais	78
Gráfico 8 - Respondentes investidores – separação por sexo	79
Gráfico 9 - Estado civil de investidores	80
Gráfico 10 - Idade de investidores	80
Gráfico 11 - Nível acadêmico de investidores	81
Gráfico 12 - Área de formação acadêmica de investidores.....	82
Gráfico 13 - Renda média mensal individual de investidores.....	83
Gráfico 14 - Renda e formação acadêmica de investidores	83
Gráfico 15 - Renda e idade de investidores.....	84
Gráfico 16 - Auto-avaliação do conhecimento em contabilidade e finanças	85
Gráfico 17 - Intensidade de aversão à perda em investidores	87
Gráfico 18 - Intensidade de aversão à perda de acordo com tempo como investidor.....	88
Gráfico 19 - Intensidade de representatividade em investidores - 1	89
Gráfico 20 - Intensidade de representatividade x tempo como investidor - 1.....	90
Gráfico 21 - Intensidade de representatividade em investidores - 2	90
Gráfico 22 - Intensidade de representatividade x tempo como investidor - 2.....	91
Gráfico 23 - Conhecimento em contabilidade e finanças - 1	92
Gráfico 24 - Conhecimento em contabilidade e finanças x área de formação acadêmica - 1..	93
Gráfico 25 - Conhecimento em contabilidade e finanças - 2	93
Gráfico 26 - Conhecimento em contabilidade e finanças x auto-avaliação	94
Gráfico 27 - Conhecimento em contabilidade e finanças x área de formação acadêmica - 2..	94
Gráfico 28 - Intensidade de comportamento de manada em investidores - 1	95
Gráfico 29 - Intensidade de comportamento de manada x tempo como investidor -1.....	96
Gráfico 30 - Intensidade de aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irrecuperáveis em investidores	97
Gráfico 31 - Intensidade do efeito disposição x tempo como investidor	98
Gráfico 32 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza em investidores.....	99
Gráfico 33 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza x tempo como investidor	100
Gráfico 34 - Intensidade de falta de autocontrole em investidores - 1.....	100
Gráfico 35 - Intensidade de falta de autocontrole x tempo como investidor	101
Gráfico 36 - Intensidade de contabilização mental em investidores.....	102
Gráfico 37 - Intensidade de contabilização mental x tempo como investidor	103
Gráfico 38 - Intensidade da falácia dos custos irreversíveis em investidores	104
Gráfico 39 - Intensidade de falácia dos custos irreversíveis x tempo como investidor	105
Gráfico 40 - Intensidade do viés de confirmação em investidores	105

Gráfico 41 - Intensidade do viés de confirmação x tempo como investidor.....	106
Gráfico 42 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis por investidores	107
Gráfico 43 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis x tempo como investidor	108
Gráfico 44 - Intensidade de ancoragem em investidores	109
Gráfico 45 - Intensidade de ancoragem x tempo como investidor.....	110
Gráfico 46 - Intensidade de falta de autocontrole em investidores - 2.....	110
Gráfico 47 - Intensidade de falta de autocontrole x tempo como investidor- 2	111
Gráfico 48 - Intensidade de viés de <i>status quo</i> em investidores - 1	112
Gráfico 49 - Intensidade de viés de status quo x tempo como investidor - 1.....	113
Gráfico 50 - Intensidade de viés de <i>status quo</i> em investidores - 2	113
Gráfico 51 - Intensidade de viés de status quo x tempo como investidor - 2.....	114
Gráfico 52 - Intensidade de comportamento de manada em investidores - 2	115
Gráfico 53 - Intensidade de comportamento de manada x tempo como investidor - 2.....	116
Gráfico 54 - Frequência de revisão de valores de investimentos – excesso de negociação e viés do <i>status quo</i>	117
Gráfico 55 - Frequência de revisão de investimentos x tempo no mercado de capitais	118
Gráfico 56 - Frequência de revisão de valores de dívidas – viés de confirmação	119
Gráfico 57 - Intensidade do viés de confirmação de acordo com nível de formação acadêmica de investidores.....	120
Gráfico 58 - Importância de fontes ao processo decisório	121
Gráfico 59 - Comportamento financeiro - razão e emoção	122

LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Curvas de risco-utilidade.....	34
---	----

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo é apresentada, primeiramente, uma contextualização referente ao mercado de capitais brasileiro e seu desenvolvimento, o crescente número de investidores nesse mercado, e a consequente necessidade de entender esses investidores, utilizando as finanças comportamentais como uma forma de identificar atalhos mentais utilizados que podem levar a vieses nas tomadas de decisão.

Em seguida são destacados os objetivos, geral e específicos, desta pesquisa, a justificativa e contribuições do estudo, bem como a estrutura restante do trabalho.

1.1 Contextualização

O mercado de capitais brasileiro tem se desenvolvido ao longo dos anos, e para Levine (1997), o desenvolvimento financeiro, apoiado pelo desenvolvimento do mercado e de instituições, está relacionado com o crescimento econômico de um país, fazendo parte deste processo. Eizirik *et al* (2008, p. 9) complementam essa ideia quando apontam que “há indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, o que pode ser interpretado como um estímulo à realização de novos investimentos”.

O Instituto IBMEC (2013c) explica que o mercado de capitais é um “canal fundamental na captação de recursos que permite o desenvolvimento das empresas, gerando novos empregos e contribuindo para o progresso do País, e, também, se constitui de uma importante opção de investimento para pessoas e instituições”. Segundo Cotrim (2012, p. 65), a democratização do capital e da propriedade permite ao “pequeno investidor participar de empreendimentos de grande escala ao mesmo tempo em que a participação do trabalhador nos resultados das empresas, na forma de ações, tende a se tornar cada vez mais difundida”.

Até o final da década de 50, Andrezo e Lima (2007, p. 24) apontam que o mercado acionário no Brasil era pouco desenvolvido, e que algumas das causas eram as deficiências na legislação sobre as sociedades anônimas de capital aberto, dificuldades de obtenção de informações sobre a real situação econômico-financeira das empresas, inexistência de

investidores institucionais, elevados índices de inflação e tradição familiar das empresas brasileiras, que evitavam recorrer ao mercado de ações como fonte de recursos.

De acordo com D'Aquino (2008, p.8), a relação com o dinheiro no Brasil é de certa forma preocupante devido aos períodos inflacionários que afetaram a economia brasileira, provocando instabilidade, que ocasionaram desconfiança em relação ao dinheiro. E essa desconfiança acaba levando as pessoas a comprarem imediatamente o que querem ao invés de planejarem as compras/investimentos ao longo do tempo:

A segunda consequência herdada do período de inflação foi a ausência de uma educação financeira sólida em nossa formação. [...]. Numa economia sufocada pela inflação, qualquer tentativa de planejamento financeiro, por mais sério e bem-intencionado que fosse, tinha resultados frágeis e um bocado desanimadores. Se não era possível saber o que esperar da economia para o dia seguinte, que dirá planejar os passos para os próximos cinco ou dez anos. (D'Aquino, 2008, p.9)

Conforme Andrezo e Lima (2007, p. 276), o fim da inflação possibilitou planejamentos com prazos mais longos por parte de investidores, já que antes a preocupação maior era com relação a evitar perda do valor do dinheiro no curto prazo. Houve assim, surgimento de diferentes tipos de fundos de investimento para atender aos perfis de investidor diversos. Além disso, houve reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), foram criadas leis para regulamentação, organização e desenvolvimento do mercado de capitais, leis para regulamentação das Sociedades Anônimas, bem como surgimento de órgãos reguladores para fiscalizar e disciplinar o mercado e as empresas, e inserção de práticas de governança corporativa, ampliando a transparência e aumentando a credibilidade no mercado de capitais.

Park (2012) afirma que o Brasil teve na última década um grande progresso no desenvolvimento do mercado de capitais, dado que se aumentou o leque de produtos financeiros disponíveis, bem como a estrutura do mercado foi reformulada e fortalecida. Contudo ele aponta que ainda há muitos desafios devido, por exemplo, a indexação de curto prazo que prevalece no mercado e a aversão ao risco de *bonds* de taxa fixa de longo prazo por parte dos investidores.

Soares *et al.* (2010, p.15) apontam que esse processo do desenvolvimento do mercado de capitais representa uma conquista que tem sido planejada, e que objetiva “consolidar um mercado capaz de funcionar como eficiente mecanismo de financiamento para as empresas, ao mesmo tempo que estimule a cultura de investimentos de longo prazo com a sociedade”.

Pinto (2011) enfatiza que “a diferença entre o atual interesse pela bolsa brasileira e outros surtos de curiosidade do passado é a solidez e a maturidade do investidor e do próprio mercado” e coloca que o mercado ficou mais atrativo às pessoas físicas com a valorização das empresas listadas na BM&FBOVESPA, que decorre de uma cadeia de acontecimentos, tais como a estabilização da economia, a redução gradual nas taxas de juros nominais, combinação de políticas fiscais e monetárias, bem como a entrada de capital internacional, o que fez com que, segundo ele, o mercado de capitais brasileiro passasse a fazer parte do “mapa global de finanças”.

No Brasil, no ano de 2013, o número de empresas listadas na BM&FBOVESPA era de 366 (BM&FBOVESPA, 2013b), sendo que em torno de 85% dessas empresas estão localizadas nos estados da região sudeste e sul, principalmente no estado de São Paulo (Instituto IBMEC, 2013d), evidenciando que ainda existe concentração nas regiões de maior poder econômico, o que pode ser justificado pelo longo processo para abertura de capital da empresa agregado dos custos e exigências tanto antes quanto depois da abertura de capital. Isso também acontece com investidores individuais, já que aproximadamente 85% deles estão concentrados nas regiões sudeste e sul o que faz com que os volumes negociados também sejam mais elevados nessas regiões. (BM&FBOVESPA, 2013c).

Ao longo dos últimos anos, a quantidade de investidores individuais no mercado de capitais brasileiro tem crescido assim como o volume de negociações efetuadas por eles. Em 2002, esse número era de 85 mil investidores evoluindo para 600,9 mil em setembro de 2013, sendo composto predominantemente por homens, apesar da quantidade de mulheres investidoras também ter aumentado ao longo desses anos. (BM&FBOVESPA, 2013c).

A composição da carteira até setembro de 2013 era de R\$ 112,88 bilhões, sendo representado principalmente por pessoas acima de 66 anos, que concentram 41,17% desse volume, equivalente a R\$ 46,5 bilhões. Apesar disso, o maior volume de contas envolve as pessoas com idade entre 26 e 65 anos. (BM&FBOVESPA, 2013c). Conforme citado anteriormente sobre a concentração de empresas, investidores e volumes negociados, dos R\$ 112,88 bilhões, aproximadamente R\$ 104 bilhões está concentrado nas regiões sudeste e sul, o que equivale a 92,15% dos recursos.

Apesar do cenário brasileiro ainda não se equiparar a outros países com estágio de desenvolvimento similar ao do Brasil, como Rússia, Índia e China (Medeiros, 2013), o número de investidores individuais vem aumentando.

Para a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento no Mercado de Capitais – Minas Gerais (APIMEC MG) os investidores individuais são importantes para o mercado acionário principalmente por que:

- Contribuem para pulverizar o capital das sociedades por ações, reduzindo a participação de grandes acionistas e democratizando a propriedade dessas empresas;
- Agregam liquidez às ações negociadas em bolsa de valores, contribuindo para que haja maior volume de negociações e melhor precificação de ações;
- Ajudam a mitigar oscilações de curto prazo nas cotações das ações, quando investem com foco de longo prazo;
- Sua presença é sinal de educação financeira da população do País e de fortalecimento do mercado de capitais.

À medida que se tem intenção de atrair cada vez mais investidores para esse mercado, e com isso continuar a desenvolver o mercado de capitais brasileiro, é fundamental entender aspectos que influenciam esses investidores quando tomam decisões.

Segundo Buffett (2006, p. ix), “Para investir com sucesso ao longo da vida não é necessário ter um QI estratosférico, *insights* de negócios incomuns, ou informações privilegiadas. O que é necessário é uma estrutura intelectual sólida para a tomada de decisões e a capacidade de não deixar que as emoções corroam essa estrutura”.¹.

No contexto das teorias tradicionais de finanças, essa estrutura intelectual sólida é enfatizada quando trata da racionalidade que se preza ao tomar decisões. Essa racionalidade dos agentes econômicos, aversão ao risco por parte do investidor e utilização da curva de utilidade para maximizar seu bem-estar levariam a forma como os investidores tomam decisão no momento de investir. (Castro Jr & Famá, 2002; Yoshinaga, C. E., Oliveira, R. F. de, Silveira, A. D. M. da, & C. Barros, L. A. B. de, 2008; Barros, 2010, p. 21; Santos & Barros, 2011; Barber & Odean, 2011).

No entanto, estudos no campo das Finanças Comportamentais indicam que a tomada de decisão por parte dos investidores pode ser influenciada por fatores cognitivos, o que leva à

¹ “To invest successfully over a lifetime does not require a stratospheric IQ, unusual business insights, or inside information. What’s needed is a sound intellectual framework for making decisions and the ability to keep emotions from corroding that framework.”

tomada de decisões que nem sempre levariam a maximização de suas riquezas, questionando assim o fundamento da Teoria da Utilidade Esperada.

Paiva (2009) resume que:

Em oposição ao conceito da racionalidade ilimitada sugerido pela hipótese de mercado eficiente, Simon (1955) afirma haver diferenças entre o “homem real” e o “homem econômico” e que, para tanto, deve-se analisar as decisões humanas baseadas numa capacidade racional limitada. Mas, é com o trabalho de Kahneman e Tversky (1979) que as finanças comportamentais ganham respaldo entre os acadêmicos.

Statman (1999) faz uma contraposição entre as pessoas de acordo com a visão das finanças tradicionais e as pessoas de acordo com a visão das finanças comportamentais:

As pessoas são racionais nas finanças tradicionais e são normais nas finanças comportamentais. As pessoas racionais se preocupam com características utilitárias, mas não de valor expressivo, nunca são confundidos por erros cognitivos, tem autocontrole perfeito, são sempre avessos ao risco, e nunca são avessos a arrependimento. As pessoas normais não necessariamente seguem esse padrão.².

Com estudos na área das Finanças Comportamentais, já receberam o Prêmio Nobel de Economia os pesquisadores Simon (1978), Kahnemann (2002) e Shiller (2013), o que demonstra o interesse e a importância que esse assunto vem adquirindo ao longo das últimas décadas, como uma forma de explicação alternativa às decisões tomadas pelos seres humanos.

“As Finanças Comportamentais incorporam a falibilidade humana em sua análise, embasada por fundamentos psicológicos – incrementando o poder explicativo dos economistas através do estudo de vieses comportamentais – ao contrário das Finanças Modernas, em que o mérito da análise recai sobre os aspectos lógicos normativos.” (Medeiros, 2009).

Esses vieses comportamentais, decorrentes da utilização de heurísticas, ou seja, “atalho mental, ou regra de bolso, que simplifica e agiliza os processos de percepção, memória e julgamento à custa de perda de precisão e rigor” (Ferreira, 2011, p. 24) estão presentes nas tomadas de decisão de investimento. Ou seja, são atalhos utilizados para transformar tarefas complexas em operações de julgamento mais simples, que podem ser úteis, mas podem levar a erros.

² *People are ‘rational’ in standard finance; they are ‘normal’ in behavioral finance. Rational people care about utilitarian characteristics but not value-expressive ones, are never confused by cognitive errors, have perfect self-control, are always averse to risk, and are never averse to regret. Normal people do not obediently follow that pattern. (Statman, 1999)*

Kahnemann e Tversky, que colocaram em evidência as finanças comportamentais, identificaram em seus estudos três heurísticas que afetam a tomada de decisão: a representatividade, a disponibilidade e a ancoragem.

A da representatividade corresponde à forma como as pessoas avaliam as probabilidades de acordo com estereótipos (similaridades), desconsiderando fatores que deveriam afetar os julgamentos quanto à probabilidade.

A da disponibilidade está ligada aos eventos que são lembrados com mais facilidade quando se vai fazer uma avaliação de probabilidade ou frequência, sendo que aqueles mais marcantes, recentes, frequentes e/ou prováveis tendem a ser mais lembrados do que aqueles que não são.

A da ancoragem trata da utilização de um ponto de referência para as avaliações a serem feitas, sendo que diferentes pontos de partida (referência inicial) levam a diferentes estimativas, e essas ficam enviesadas em relação ao valor inicial.

Eles também desenvolveram a Teoria da Perspectiva, como uma forma alternativa à Teoria da Utilidade Esperada, evidenciando que as pessoas não fazem escolhas sempre baseadas na utilidade esperada em cenários de incerteza, apresentando vieses cognitivos. Eles apresentam, então, o “efeito da certeza”, que mostra que as pessoas consideram o nível de certeza com relação ao resultado a ser obtido para poder tomar a decisão em caso de cenários positivos; o “efeito da reflexão”, que trata da opção das pessoas quando existe um cenário de perda, sendo que tendem a escolher a opção incerta, diferentemente do que acontece no caso de cenários positivos; e o “efeito do isolamento”, em que fica evidenciado que as pessoas mudam suas preferências (escolhas) dependendo da forma como a questão é colocada (*framing*), ou como as probabilidades são representadas, e que as pessoas desconsideram em suas análises componentes que sejam comuns às escolhas apresentadas.

Com o desenvolvimento da Teoria da Perspectiva, verifica-se que a aversão ao risco por parte do investidor não ocorre da forma esperada em cenários de perda, sendo que o investidor tende a escolher a opção mais arriscada. Portanto, o que se observa é que o investidor tem aversão à perda, sendo um possível viés a influenciar sua decisão.

Outro viés, que pode ser decorrente da aversão à perda, é a falácia dos custos irrecuperáveis que trata da “tendência das pessoas de continuar um empreendimento uma vez que algum tipo de investimento em dinheiro, esforço ou tempo tenha sido feito”. (Arkes & Blumer, 1985).

O efeito disposição, que também pode ser decorrente da aversão à perda, ou da aversão de realizá-la, complementa a falácia dos custos irrecuperáveis com uma abordagem diferente, pois trata da disposição que as pessoas têm de manter em sua carteira, no caso de investimentos, ações que estão constantemente em desvalorização, por receio de se arrepender ao vendê-las, ou por receio de realizar uma perda e não ter a possibilidade de recuperar o valor investido, enquanto vendem rapidamente aquelas que estão em valorização para antecipar o sentimento de orgulho de ter escolhido corretamente no passado.

Já o viés do *status quo* trata sobre manter uma determinada opinião/escolha por não desejar mudança, por receio da alteração que possa acontecer e/ou por dificuldade para tomar decisões. Ferreira (2011, p. 110) explica que o problema é que “lamentamos mais os resultados pela opção por agir do que resultados negativos advindos de não agir”. E por esse motivo escolheríamos não agir. Contudo, como a autora menciona, o fato de não agir também seria uma opção (escolha), portanto poderia ter consequências tão prejudiciais quanto agir. (Ferreira, 2011, p. 110).

Outro aspecto verificado em estudos no campo das finanças comportamentais é o excesso de confiança que pode estar presente nas pessoas, que é a tendência delas confiarem “demasiadamente na própria capacidade para tomar decisões”, e quando está relacionado a investimentos, acreditam que suas escolhas serão melhores que a situação média do mercado, não considerando que o cenário pode ser outro, levando também ao excesso de negociação.

Em outros casos, por não terem informações suficientes sobre um determinado assunto, e/ou por não confiarem em suas escolhas, e/ou por ter medo de errar sozinho, as pessoas fazem o que outros estão fazendo, ou seja, copiam suas decisões. Por exemplo, no mercado de capitais, compram determinadas ações, ou fazem investimentos de acordo com o movimento do mercado, apenas seguindo os outros, o que se trata do comportamento de manada.

Há também situações em que as pessoas tomam determinadas decisões, mas buscam explicações/justificativas que apenas corroboram com a decisão tomada, desconsiderando em

sua análise opiniões divergentes / contraditórias, que poderiam mostrar aspectos diferentes e que por sua vez poderiam levar a outras escolhas. Em finanças comportamentais isso é conhecido como viés de confirmação.

Para tomar decisões, efetuar análises de forma mais rápida, muitas vezes as pessoas utilizam contas mentais, ou seja, segregam ideias, pensamentos, que por vezes pode levar a vieses na tomada de decisão.

Por fim, a falta de autocontrole leva pessoas a terem conflito entre o planejamento (a longo prazo) e o que querem fazer no momento atual (curto prazo), o que leva, muitas vezes, a decisões por impulso, pouco analisadas e que poderão não trazer benefícios, ou até mesmo prejudicar de certa forma o tomador da decisão.

Acima foram citados alguns dos atalhos mentais e vieses estudados no campo de finanças comportamentais, que podem influenciar de alguma forma a decisão das pessoas.

Gerd Gigerenzer afirma que o recurso de utilização de heurísticas pode ser útil, fazer a diferença, para melhor, nas tomadas de decisão, e as emoções poderiam ser grandes aliadas para isso, pois podem cortar caminhos e trazer avaliações rápidas. (Ferreira, 2011, p. 11). Por um ângulo diferente, “pesquisadores têm utilizado as heurísticas e vieses já identificados com o objetivo de ‘virar o feitiço contra o feiticeiro’” (Ferreira, 2011, p. 166), como, por exemplo, Lowenstein, que utilizou a tendência das pessoas superestimarem a probabilidade (presente em seus pacientes) para conseguir que tomassem a medicação necessária diariamente, motivando-as através de sorteio com prêmios em dinheiro para aqueles que tomassem a medicação da forma correta. Em outros casos percebe-se que os atalhos mentais utilizados podem conter falhas e levar a escolhas que não seriam ideais, tanto para o tomador de decisão, quanto, por exemplo, para o Mercado.

Portanto, assumindo-se que vieses podem influenciar de alguma forma a tomada de decisão por parte dos investidores, levando a escolhas que não são ideais, **qual é a intensidade em que estão presentes na escolha dos investidores individuais brasileiros e qual a relação desses vieses com os aspectos sócio-econômicos desses investidores?** Isso é o que se busca responder com esta pesquisa, pois entende-se que se a intensidade dos vieses é alta, a chance

de investidores terem suas escolhas influenciadas mais vezes por um determinado viés, é maior.

1.2 Objetivos da pesquisa

Esta pesquisa tem como objetivo geral identificar a intensidade em que alguns vieses cognitivos estão presentes na decisão de investidores individuais brasileiros.

Como objetivos específicos, observada essa intensidade, pretende-se verificar as características socioeconômicas dos respondentes e analisar a relação destas características com os vieses, identificando se estes diferem significativamente de acordo com sexo, idade, formação acadêmica, tempo como investidor no mercado de capitais e conhecimento em finanças e contabilidade. E identificar quais vieses aparecem de forma mais intensa nas escolhas dos investidores, o que poderia, posteriormente, ser focado em programas para instruir atuais e/ou possíveis investidores.

Dessa forma, foi formulada a seguinte tese: assumindo-se que os vieses estão presentes nas decisões das pessoas, os investidores apresentam alta intensidade dos vieses, sendo que aqueles do sexo masculino apresentam maior intensidade que as do sexo feminino, e investidores que investem há menos tempo no mercado de capitais apresentam maior intensidade dos vieses, demonstrando que a experiência no mercado levaria ao aprendizado.

1.3 Justificativa de pesquisa e contribuições do estudo

A presença do investidor individual no mercado de capitais brasileiro tem crescido. Contudo, no Brasil, os estudos acerca do mercado de capitais brasileiro com foco no investidor individual ainda são poucos, principalmente os relacionados ao comportamento desses investidores (Milanez, 2003, p. 3; Boguea & Campos Barros, 2008; Vieira & Pereira, 2009; Dorow, Macedo Jr., Nunes, Reina, D., & Reina, D. R. M., 2010).

Atualmente, existem no Brasil projetos e iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro³, buscando atrair mais investidores, e grande parte dessas iniciativas foca

³ Para maiores informações sobre estas iniciativas, verificar o Apêndice D - Projetos e iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

no fornecimento de informações acerca do mercado, conceitos e possibilidades a fim de ampliar o conhecimento da população. Essa é uma atitude essencial para que as pessoas se desenvolvam e tenham um maior leque de opções, contudo, nem sempre a explicação dos conceitos e a apresentação de possibilidades são suficientes. Há diversos aspectos que precisam ser trabalhados, pois podem influenciar nas decisões das pessoas, mas iniciativas que buscam explorar as Finanças Comportamentais e trazê-las para o público, mostrando outros aspectos a serem considerados pelos investidores ainda são poucas.

Conforme apontado por Ferreira (2011, p. xxv), “quanto mais conhecemos, mais temos condição para escolher e agir com maior propriedade; ilusões atrapalham, em especial quando não damos conta de que são ilusões; [...] as emoções são o componente mais poderoso da nossa arquitetura psíquica e, portanto, do processo de tomada de decisão”. “Ao mostrar as ilusões cognitivas que podem interferir no processo de decisão, as finanças comportamentais podem evitar [auxiliar investidores] que os investidores cometam erros comuns e desta forma melhorem suas performances futuras”. (Macedo Jr., 2003, p. 62).

Dessa forma, este trabalho pode ajudar a identificar a intensidade em que os atalhos mentais estão presentes na decisão de investidores, para que possam ser desenvolvidas novas iniciativas que foquem estes aspectos.

“Não haveria como evitar inteiramente erros e sentimentos de arrependimento. A única coisa que talvez possa ser feita é você observar se costuma repetir padrões, incidindo no mesmo tipo de erros com frequência.”. (Ferreira, 2011, p. 154).

Com este estudo, busca-se fazê-lo servir como base para entendimento do comportamento do investidor para que se possa tomar medidas e desenvolver programas e projetos para contribuir com o incentivo ao investimento no mercado de capitais e com o acesso a esse mercado.

Entende-se que o trabalho pode contribuir de diferentes formas para os seguintes agentes:

- Para os órgãos reguladores, pois é uma forma de identificarem projetos a serem desenvolvidos (repensar os projetos existentes hoje e identificar novas possibilidades de abordagem);

- Para os investidores individuais, pois podem se atentar mais em fatores que podem leva-los a tomar decisões que nem sempre propiciarão o benefício que esperam, e tomem cuidado com a intensidade que os atalhos mentais estão presentes em suas decisões, podendo identificar padrões de comportamento;
- Para instituições financeiras, que além da “Análise do Perfil do Investidor” (API) exigido pela ANBIMA, poderiam efetuar outras formas de análise focando aspectos comportamentais relacionados às finanças comportamentais para oferecer consultoria de investimento a seus clientes.

Segundo Ferreira (2008, p. 294), “quanto maior a consciência que a sociedade puder ter sobre como opera – psíquica e economicamente -, de mais condições disporá para apropriar-se de suas decisões e realizar suas escolhas”. Essa é a principal contribuição a que se propõe este trabalho.

1.4 Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado da seguinte forma em sequência à introdução apresentada na seção 1: a seção 2 apresenta a fundamentação teórica do trabalho em que são explicados aspectos sobre o comportamento financeiro do investidor, abordando pontos da Teoria da Utilidade Esperada e da Hipótese do Mercado Eficiente aos quais as finanças comportamentais efetuam questionamentos, a contraposição entre o “Homem Econômico” e o “Homem Real”, e aspectos das Finanças Comportamentais, no qual consta a Teoria da Perspectiva e o detalhamento de atalhos mentais que podem levar a vieses na tomada de decisão; a seção 3 apresenta a metodologia de pesquisa utilizada, em que são explicados o planejamento e estratégia da pesquisa, a amostra definida e a técnica de coleta e tratamento de dados; a seção 4 apresenta a análise dos resultados e na seção 5 constam as considerações finais, em que são apresentados os principais resultados observados, as implicações do estudo, propostas e limitações da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo serão abordados aspectos gerais sobre o comportamento financeiro do investidor, apresentando alguns pontos da Teoria da Utilidade Esperada e da Hipótese do Mercado Eficiente, aos quais as finanças comportamentais efetuam alguns questionamentos, os conceitos de “Homem Econômico” e “Homem Real”, em que há a contraposição entre plena racionalidade e racionalidade limitada, e serão explicados aspectos das finanças comportamentais, no qual consta a Teoria da Perspectiva e o detalhamento de atalhos mentais que podem levar a vieses na tomada de decisão, os quais estão relacionados com a pesquisa desenvolvida posteriormente.

2.1 Comportamento financeiro do investidor – Racional?

As teorias de finanças têm sido utilizadas em modelos para tomadas de decisão e análise de mercado há décadas.

Conforme Santos e Barros (2011, p. 10) ela tem três pressupostos básicos no que tange ao comportamento humano: “pessoas têm preferências conhecidas; agem com base em informações completas e agem racionalmente buscando maximizar a utilidade de suas decisões.”.

Esse conceito de racionalidade foi definido por Bernstein (1997, *apud* Macedo Jr., 2003, p. 31) da seguinte forma:

Sob condições de incerteza, a racionalidade e a medição são essenciais para a tomada de decisões. As pessoas racionais processam as informações objetivamente: os erros que cometem na previsão do futuro são erros aleatórios, e não uma tendência obstinada para o otimismo ou pessimismo. Elas respondem às novas informações com base em um conjunto claramente definido de preferências. Elas sabem o que querem, e lançam mão das informações em apoio às suas preferências.

Assim, as pessoas usariam informações disponíveis de um modo lógico e sistemático para fazer escolhas ótimas de acordo com os objetivos que pretendem alcançar. (Macedo Jr., 2003, p. 44).

Segundo Samuelson e Zeckhauser (1988), uma propriedade fundamental do modelo de escolha racional é que, tanto sob certeza quanto incerteza, apenas características relevantes em termos de preferência das alternativas impactariam na tomada de decisão, portanto nem a

ordem que as alternativas são apresentadas, nem os rótulos que possuem afetariam a decisão de um indivíduo.

Tanto a Teoria da Utilidade Esperada quanto a Hipótese de Mercados Eficientes são exemplos dentro da Teoria de Finanças que abordam esses aspectos nas tomadas de decisão.

Pela Teoria da Utilidade Esperada, que tem sua origem em 1738, tendo sido proposta por Daniel Bernoulli, é dito que as pessoas tomam decisão de acordo com aquilo que trará mais benefícios, ou seja, buscando o que irá maximizar a utilidade esperada dos resultados, agindo de forma racional e utilizando informações disponíveis para direcionar suas escolhas. (Cusinato, 2003, p. 21; Friedman; Savage, 1948).

Morani (n.d.) explica que, conforme relatado na obra *What practioners need to know about utility* de Mark Kritzman, Daniel Bernoulli propôs que o valor de um ativo não deveria ser baseado em seu preço, mas em sua utilidade ao indivíduo, pois o preço é igual a todos, mas a utilidade varia para cada indivíduo, e influencia sua percepção de risco. Portanto, na Teoria da Utilidade Esperada, o tomador escolhe entre cenários arriscados ou incertos comparando seus valores de utilidade esperados. (Mongin, 1997).

Nela, a decisão de investimento de um indivíduo é vista como uma troca entre o consumo imediato e o consumo futuro, sendo que o investidor pesa o benefício de consumir no presente e o possível benefício futuro decorrente de investir hoje para ter um consumo maior no futuro. À medida que escolhessem postergar o consumo, selecionariam um portfólio que maximizaria suas satisfações de longo-prazo. (Sultana & Pardhasaradhi, 2012).

Conforme Cusinato (2003, p. 29), essa teoria foi alvo de diversas críticas, entre elas a dificuldade de mensuração da utilidade, e por um tempo não teve grande aceitação entre os teóricos, sendo que, o estudo de tomada de decisão em condição de incerteza ainda permanecia em segundo plano. Ele explica que essa situação foi alterada com os trabalhos de John Von Neumann e Oskar Morgensten (Teoria dos jogos e comportamento econômico, publicada em 1944), pois forneceram bases axiomáticas para essa teoria, mostrando que ela era plausível. Segundo Cusinato (2003, p. 31), essa obra “lançou as bases modernas para a teoria da utilidade esperada e estabeleceu a teoria dos jogos, abrindo dois novos campos de pesquisa entre os economistas.”.

Machina (1987) explica que comparado à abordagem de valor esperado de Pascal-Fermat⁴, que era uma teoria mais restritiva segundo ele, o modelo de utilidade esperada apresentava maior flexibilidade. No entanto, apesar de ter sido utilizada como alternativa à teoria mais restritiva em certo momento, ela começou a ser questionada devido a restrições comportamentais que estavam implícitas na Teoria da Utilidade Esperada. Algumas dessas restrições são suposições que fazem parte da Teoria da Utilidade Esperada, como, por exemplo, os objetos de escolha poderem ser descritos objetivamente e sem ambiguidade; que situações que impliquem no mesmo conjunto de disponibilidades levarão à mesma escolha; que indivíduos são capazes de calcular operações matemáticas necessárias para determinar o conjunto de disponibilidades, entre outros, e todos eles mostram aspectos lógicos, racionais, e que são refletidos na suposição do perfil de indivíduos que efetuam as escolhas.

Mas, apesar de haver essa outra abordagem, há diversos estudos na linha de pensamento em que predomina a racionalidade de investidores e tomada de decisão baseada em aspectos predominantemente racionais. A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) é um exemplo bastante relevante disso, já que assume que investidores são racionais, que as informações estão sempre disponíveis da mesma forma aos tomadores de decisão, que não há problemas de assimetria de informação, e que o mercado reflete a informação disponível, sendo que mesmo que haja algo excepcional, o mercado conseguirá atingir novamente o equilíbrio.

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) tem se mostrado uma das mais influentes no campo das finanças, “sendo base para inúmeros modelos de precificação de ativos, com aplicações que vão desde modelos tradicionais utilizados em Finanças Corporativas até avançadas teorias utilizadas na identificação do preço ‘justo’ de ativos financeiros.” (Rabelo Jr. e Ikeda, 2004).

Fama (1970) desenvolveu a hipótese dos mercados eficientes, visando identificar se os preços no mercado de capitais, em qualquer momento, refletem completamente toda informação disponível. Ele propôs três formas do mercado eficiente, sendo elas: a forma fraca (*weak form*), em que o mercado incorpora, integralmente, a informação contida em preços passados; a forma semi-forte, em que os títulos refletem toda a informação publicamente disponível,

⁴ Blaise Pascal e Pierre de Fermat assumiam que a atratividade de uma aposta oferecendo um determinado retorno com uma determinada probabilidade era dada por seu valor esperado. (Machina, 1987).

inclusive de demonstrações contábeis e informações históricas; e a forma forte, em que o mercado engloba tanto as informações publicamente disponíveis e informações históricas, quanto as não disponíveis.

Rabelo Jr. e Ikeda (2004) apontam que a base teórica da HME repousa em três argumentos:

- investidores são assumidos como racionais e, conseqüentemente, avaliam e precificam ativos de forma racional;
- à medida que alguns investidores não são racionais, suas participações no mercado (negociações) são assumidas como aleatórias, cancelando-se e não produzindo efeitos nos preços praticados pelo mercado;
- à medida que esses investidores irracionais o são de maneira similar entre si, a presença de uma maioria de arbitradores racionais, no mesmo mercado, elimina sua influência nos preços.

Castro Jr. e Famá (2002), por sua vez, indicam que a HME tem como pressupostos de que o mercado é eficiente quando:

- não há custos de transações;
- toda informação existente está disponível a custo zero para todos os participantes do mercado;
- todos têm a mesma percepção da implicação da informação para o preço corrente e para a distribuição de preços futuros.

Conforme Milanez (2003, p. 4) a Hipótese dos Mercados Eficientes pressupõe que haja:

- competição perfeita: um suficiente número de participantes, o que implica que nenhuma ação individual pode afetar significativamente os preços;
- expectativas homogêneas e racionalidade: os *traders* são totalmente informados, têm acesso igualitários aos mercados e agem racionalmente;
- ausência de fricções: os ativos ou *commodities* são homogêneos, divisíveis e não há custos transacionais.

Apesar de a HME pressupor esses aspectos, os mercados reais apresentam algumas limitações. (Rabelo Jr. & Ikeda, 2004). Shiller (2000, p. 53) aponta que o estado emocional de

investidores quando estão decidindo sobre seus investimentos pode provocar alta do mercado, e isso seria uma limitação.

Ferreira (2011, p. 140) menciona uma pesquisa efetuada por Tucket e Taffler em 2008⁵ com os profissionais do mercado, e explica o contraste que existe entre a fundamentação de suas decisões em teorias econômicas e a necessidade de tomar decisões rápidas com informações muitas vezes ambíguas e incertas, o que seria contrário ao que é exposto pela hipótese dos mercados eficientes:

[...] de um lado, esses profissionais eram levados a fundamentar suas decisões nas teorias econômicas e financeiras *mainstream*, com todos aqueles seus postulados de racionalidade e otimização de utilidade, desde que amparados por todas as informações possíveis; de outro lado, porém, na vida real, eram confrontados - como ainda são - com a necessidade de tomar decisões rápidas a partir de uma inundação de informações ambíguas e incertas. [...]. Esses administradores profissionais de fundos entrevistados relatavam que a interpretação de informações do mercado financeiro se tornara uma espécie de seleção de sinais contraditórios - até porque, na rara eventualidade de depararem com situações claras e diretas, elas não interessariam como fonte potencial de ganhos, uma vez que, se todos são unânimes sobre o preço, não há mais oportunidades de investimento...

Isso demonstra que, não necessariamente o que é apregoado pela HME e pela Teoria da Utilidade Esperada é o que acontece na realidade, demonstrando limitações presentes no mercado real e nas decisões das pessoas. A racionalidade do investidor, que nessa hipótese é um pressuposto, não é tratada dessa forma em outros casos: a racionalidade não seria ilimitada, mas sim limitada, e, portanto, suas decisões seriam afetadas por isso. Herbert Simon, ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1978, desenvolveu a chamada teoria da racionalidade limitada, que será explicada a seguir.

2.2 “Homem Econômico” e “Homem Real” – Teoria da Racionalidade Limitada

“Em oposição ao conceito da racionalidade ilimitada sugerido pela hipótese de mercado eficiente, Simon (1955) afirma haver diferenças entre o ‘homem real’ e o ‘homem econômico’ e que, para tanto, deve-se analisar as decisões humanas baseadas numa capacidade racional limitada.” (Paiva, 2009).

Simon (1972) explica que é importante a distinção entre as teorias que alocam todas as condições e restrições no ambiente, fora da pessoa racional, daquela que postula restrições

⁵ *Phantastic objects and the financial market's sense of reality: a psychoanalytic contribution to the understanding of stock Market instability. International Journal of Psychoanalysis, 89: 389-412, 2008*

que surgem das limitações da própria pessoa, como processador de informações, sendo que esta última, que incorpora restrições na capacidade do indivíduo de processar informações, seria chamada de teoria da racionalidade limitada.

Pelo conceito de racionalidade utilizado nas teorias clássicas, para determinar o comportamento (racional) na tomada de decisão, os indivíduos precisariam ser capazes de determinar retornos para cada resultado possível, e isso, conforme Simon (1955), envolve:

- a habilidade de especificar a natureza de cada um dos resultados;
- ter certeza da ordem de retornos, ou seja, poder especificar que um é melhor, igual ou pior que outro;
- saber os resultados de determinadas alternativas, ou, pelo menos, conseguir estabelecer probabilidades para cada um dos resultados.

Portanto, quando as restrições estão no ambiente, seria necessário que as pessoas conhecessem essas restrições perfeitamente e que efetuassem os cálculos necessários para que pudessem obter a solução da equação em que se tem o máximo retorno, conforme exposto anteriormente. No entanto, a alteração de alguns dos parâmetros utilizados, por exemplo a introdução de risco e incerteza, levaria à teoria da racionalidade limitada. Isso ocorre porque com as modificações, os cálculos para se obter o resultado ótimo podem se tornar mais complexos, dificultando, portanto, a obtenção desse resultado. Outro ponto em que a racionalidade pode ser limitada é quando assumimos que o indivíduo tem informações incompletas sobre alternativas, portanto, a alternativa escolhida não necessariamente será aquela pela qual poderia obter o melhor resultado. Quando não é possível analisar todas as alternativas possíveis, um critério para escolha acaba sendo necessário, portanto, dentre as alternativas analisadas, escolhe-se àquela *satisfying* (satisfatória), que não é a decisão ótima considerada pelas teorias que tratam de racionalidade ilimitada, mas é a alternativa satisfatória considerando-se uma racionalidade limitada. (Simon, 1972).

Dessa forma, ao escolher uma alternativa satisfatória, estaria deixando de buscar aquela que seria ótima, o que estaria em desacordo com o conceito de plena racionalidade na tomada de decisão, em que o indivíduo sempre escolheria a opção que trouxesse mais benefícios, tendo previamente verificado qual dentre todas as opções traria o melhor resultado.

“Em todo o processo decisório humano, somente em casos excepcionais se procura a alternativa ótima; na maior parte dos casos, age-se sob condições de racionalidade limitada” (Macedo Jr., 2003, p. 5), inclusive devido à dificuldade de avaliar todas as opções envolvidas em uma escolha.

Ferreira (2011, p. 167) aponta que a competência humana para tomar decisões é afetada pela precariedade emocional que temos, e que Thaler e Sustein têm dúvidas quanto a essa competência humana, pois diferentemente do modelo do homem econômico, que descrevem como “gênio da memória perfeita e força de vontade absoluta”, os seres humanos estão mais alinhados a um modelo contrário a esse, que têm dificuldades e limitações.

Shiller (2000, p. 51) explica que “economistas geralmente gostam de modelar as pessoas como se elas tomassem suas decisões de investimento de forma calculada e otimizada, com base nas expectativas das futuras mudanças de preços e nas estimativas de riscos em investimentos alternativos”, mas que na realidade a decisão do investidor sobre quanto alocar em cada ativo, tanto no mercado de ações quanto em outros títulos, não tende a ser baseada em cálculos cuidadosos (Shiller, 2000, p. 51), o que leva, mais uma vez, ao conceito da racionalidade limitada e a simplificações para tomar decisões que podem provocar, por exemplo, alocação ineficiente dos recursos e períodos de euforia seguidos de pânico, que aumentam a volatilidade dos preços. (Milanez, 2003, p. 38).

“Os investidores que habitam o mundo real e aqueles que populam modelos acadêmicos são primos distantes. Na teoria, investidores mantem portfólios bem diversificados e negociam moderadamente para minimizar impostos e outros custos de investimento. Na prática, investidores se comportam forma diferente.”. (Barber & Odean, 2011). O homem econômico é tido como alguém que aprende rapidamente, e consegue se corrigir muito rápido caso cometa um erro, no entanto, conforme Thaler (2000), não é o que acontece na prática, inclusive com alunos universitários de faculdades muito bem conceituadas.

Portanto, pode-se dizer que o “homem real” é diferente do “homem econômico”, tendo limitações para tomar decisões, nem sempre avaliando todas as opções e informações disponíveis, e recorrendo a alternativas para efetuar escolhas, que podem ou não ser adequadas.

Como forma de questionamento a esse homem econômico, plenamente racional e direcionado, e buscando identificar outros aspectos, que não apenas a utilidade esperada, que influenciam a tomada de decisão do homem real, cuja racionalidade é limitada, estudos no campo de finanças comportamentais passaram a ser efetuados. A seguir serão expostos alguns desses estudos.

2.3 Comportamento financeiro do investidor – Racional e Emocional

No contexto das teorias tradicionais de finanças, premissas como a racionalidade dos agentes econômicos, aversão ao risco por parte do investidor e utilização da curva de utilidade para maximizar seu bem-estar levariam a forma como os investidores tomam decisão no momento de investir. (Castro Jr., & FAMÁ, 2002; Yoshinaga *et al*, 2008; Barros, 2010, p. 21; Santos & Barros, 2011; Barber & Odean, 2011). Conforme citado anteriormente, a teoria de mercado eficiente traz o conceito de que os preços das ações existentes no mercado refletem toda a informação disponível e que os investidores são racionais para tomar suas decisões mantendo o equilíbrio do mercado. (Fama, 1970).

Segundo Securato (1996, p. 18), para que uma decisão seja tomada, normalmente informações, experiências e observações aconteceram, e isso está envolvido no processo decisório.

Conforme estudos efetuados na área de finanças comportamentais, os investidores não se comportam de forma completamente racional. Segundo Teixeira (2002, p. 39), “o número de ações disponíveis identificadas pelo decisor e, por conseguinte, os resultados ou consequências de suas ações variam de decisor para decisor em função da percepção individual de cada um sobre o objeto em questão. Essa percepção acredita-se estar diretamente associada às condições socioeconômica, cultural e psicológica do decisor.”.

Cusinato (2003) aponta que especialistas questionam a validade da generalização dos resultados em experimentos aplicáveis na Psicologia para contextos econômicos, pois, por exemplo, neles apenas uma rodada de escolhas é feita, o que não permite aprendizado dos participantes, que por sua vez, não tendo interação, não recebem *feedback* e não podem reavaliar suas decisões, sendo que essa reavaliação tornaria as decisões mais racionais,

levando à evolução das preferências dos agentes econômicos, que por fim estariam mais compatíveis com a utilidade esperada.

No entanto, pesquisas relacionadas às finanças comportamentais têm sido realizadas como forma de identificar fatores cognitivos que não são considerados nos modelos para análise de investimento e que podem provocar alterações no mercado, já que podem influenciar as preferências, comportamento e decisões das pessoas.

Assaf Neto (2011, p. xiii) aponta que “os erros mais comuns, e que afetam a riqueza do investidor, ocorrem quando predisposições psicológicas atuam sobre as decisões financeiras”. Conforme Morani (n.d.), as Finanças Comportamentais são “um complemento à moderna teoria de finanças, uma vez que é capaz de explicar algumas anomalias e comportamentos não explicados pela teoria tradicional.”, assimilando conceitos de “economia, finanças e psicologia cognitiva na tentativa de construir um modelo mais detalhado do comportamento humano nos mercados financeiros.” (Macedo Jr., 2003, p. 59). Ela reconhece que nossas decisões financeiras são impactadas por nossos aspectos psicológicos.

Tversky e Kahneman (1974) explicam que as pessoas se baseiam em um número limitado de princípios heurísticos para transformar tarefas complexas, como avaliar probabilidades e prever valores, em operações de julgamento mais simples, que podem ser úteis, mas podem levar a erros. Os autores apontam em seu trabalho três heurísticas, que são a de representatividade, a de disponibilidade e a de ancoragem, indicando os vieses consequentes delas, o que pode influenciar as tomadas de decisão. Segundo Ferreira (2011, p. 24; 2008, p. 153) o termo “heurística” pode ser traduzido como “atalho mental, ou regra de bolso, que simplifica e agiliza os processos de percepção, memória e julgamento à custa de perda de precisão e rigor”. Milanez (2003, p. 21) aponta que, conforme Shefrin, as regras de bolso enviesadas trazem os pressupostos de que os agentes as desenvolvem para solucionar problemas e que as utilizam para processar informações, considerando custos de operar com complexas soluções, sendo que, muitas vezes, essas regras de bolso utilizadas contém imperfeições. (Daniel, Hirshleifer & Teoh, 2002).

Voltando ao trabalho de Tversky e Kahneman, a heurística da representatividade refere-se à forma como as pessoas avaliam as probabilidades de acordo com estereótipos (similaridades), desconsiderando fatores que deveriam afetar os julgamentos quanto à probabilidade, tais

como probabilidade de acordo com resultados anteriores, insensibilidade ao tamanho da amostra, concepções errôneas sobre o acaso, insensibilidade à previsibilidade, ilusão de validade e concepções errôneas de regressão. (Tversky & Kahneman, 1974)

A heurística da disponibilidade está ligada aos eventos que são lembrados com mais facilidade quando se vai fazer uma avaliação de probabilidade ou frequência, sendo que aqueles mais marcantes, recentes, frequentes e/ou prováveis tendem a ser mais lembrados do que aqueles que não são. Segundo os autores, essa heurística leva a vieses como a recuperação (lembança) de casos, a eficácia do sistema de busca (privilegia informações mais acessíveis), a imaginabilidade e a correlação ilusória. (Tversky & Kahneman, 1974)

A terceira heurística citada é a ancoragem, que trata da utilização de um ponto de referência para as avaliações a serem feitas, sendo que diferentes pontos de partida (referência inicial) levam a diferentes estimativas, e essas ficam enviesadas em relação ao valor inicial. Neste caso, os vieses indicados são de ajuste insuficiente, avaliação de eventos conjuntivos e disjuntivos, e avaliação de distribuições subjetivas de probabilidade. (Tversky & Kahneman, 1974). Conforme Ferreira (2011, p. 58). “nosso sistema perceptivo não está preparado para avaliar magnitudes absolutas, por isso recorre a aproximações a partir de um ponto – a *âncora*”.

Ferreira (2011, p. 19) explica que “as emoções [...] cortam caminho, agilizam, facilitam e podem até render melhores resultados, mas também podem distorcer uma apreciação mais serena da situação, enviesar a percepção e impedir que a melhor alternativa seja escolhida”. Segundo a autora, as emoções podem tanto estar “a nosso favor” quanto “contra nós”:

[...] as emoções estão a nosso favor quando elas nos permitem usar com maior plenitude nossas funções cognitivas contribuindo para uma maior abertura mental [...] e estão ‘contra nós’ quando se interpõe à nossa captação de informações, restringindo nosso universo de ideias apenas àquelas que nos parecem, à primeira vista, doces e compatíveis com o que acreditamos, desejamos e esperamos que aconteça.

“Quando a emoção e a razão operam de forma integrada, resultados melhores podem ser alcançados – até mesmo porque, neste caso, torna-se possível tolerar o contato com o que não satisfaz imediato, com o que falta, com a própria responsabilidade sobre as escolhas e, assim, aprender com a experiência, desde que ela possa ser pensada.”. (Ferreira, 2011, p. 142).

Dessa forma, com o intuito de mostrar as influências que podem existir no comportamento de decisores, e os impactos que isso pode provocar no mercado de capitais, as Finanças Comportamentais tem ganhado cada vez mais espaço e destaque nos últimos anos. Um exemplo disso foram os ganhadores do Prêmio Nobel de Economia com trabalhos nessa área: Simon (1978), Kahnemann (2002) e Shiller (2013).

Kahneman, juntamente com Tversky, colocaram em evidência as finanças comportamentais através de seus trabalhos, sendo um deles a Teoria da Perspectiva (*Prospect Theory*), explicada a seguir.

2.3.1 Teoria da Perspectiva

Kahneman e Tversky (1979) desenvolveram a Teoria da Perspectiva (*Prospect Theory*) como uma forma alternativa à Teoria da Utilidade Esperada, que discorre sobre a tomada de decisão em condição de risco. Em seu estudo, eles buscaram evidenciar que, diferentemente do que é apontado pela Teoria da Utilidade Esperada, as pessoas não fazem escolhas sempre baseadas na utilidade esperada em cenários de incerteza, apresentando vieses cognitivos. São analisadas escolhas em cenários de certeza e incerteza, em que são identificados alguns efeitos, como o “efeito da certeza”, o “efeito da reflexão” e o “efeito do isolamento”.

O “efeito da certeza” mostra que as pessoas consideram o nível de certeza com relação ao resultado a ser obtido para poder tomar a decisão. Neste caso, quando há duas opções em que em uma há probabilidade de ganho e em outra há certeza, mesmo que esse ganho seja menor, as pessoas tendem a escolher o ganho certo; quando, no entanto não há opção de ganho certo e a diferença entre as probabilidades de ganho são pequenas entre as duas opções, as pessoas tendem a escolher aquela de maior ganho, mesmo que com menor probabilidade de ocorrência.

Já o “efeito da reflexão”, diferentemente do efeito da certeza em que são analisadas opções em cenários positivos, ou seja, de ganho, trata da opção das pessoas quando existe um cenário de perda. Nessa situação os autores apontam que entre uma perda certa de um determinado valor e uma probabilidade de perda de um valor maior, mas que tenha chance de não haver perda, as pessoas tendem a se arriscar mais escolhendo àquela opção incerta, revertendo a ordem de preferência na escolha. Dessa forma concluem que em cenários positivos, ou de

ganho, as pessoas tendem a ser avessas ao risco, mas em cenários negativos, ou de perda, elas preferem se arriscar mais para ter a chance de não perder, ou seja, a certeza aumenta a aversão a perdas assim como o desejo por ganhos.

Outro efeito explicado é o “efeito do isolamento”, em que fica evidenciado que as pessoas mudam suas preferências (escolhas) dependendo da forma como a questão é colocada (*framing*), ou como as probabilidades são representadas, e que as pessoas desconsideram em suas análises componentes que sejam comuns às escolhas apresentadas. As duas questões utilizadas no estudo para identificar esse efeito foram:

- Além de tudo o que você possui, lhe foi dado 1.000 (*dinheiro*). Agora você deve escolher entre: A: (1.000, .50) e B: (500)
- Além de tudo o que você possui, lhe foi dado 2.000 (*dinheiro*). Agora você deve escolher entre: C: (-1.000, .50) e D: (-500)

Na primeira questão, a maioria dos respondentes escolheu a alternativa B, enquanto que na segunda questão a maioria escolheu a alternativa C, o que enfatiza o ponto anterior quanto à aversão a risco em situação de ganho e propensão a risco em situação de perda. Contudo, observado o valor final das duas questões, a escolha A teria o mesmo resultado que a escolha C e a B teria o mesmo que a D, o que mostra que dependendo da forma como a situação é apresentada as pessoas mudam suas preferências. Além disso, neste caso, os autores mostram que o que influenciou mais na decisão das pessoas foi a mudança da riqueza (o ganho e a perda) e não o valor final esperado.

Baker *et al* (1977) dizem que “a aversão ao risco é normalmente considerado um padrão comportamental do típico investidor racional” e pelo estudo de Kahneman e Tversky vemos que o investidor não age de forma completamente racional pois em determinadas situações esses tendem a escolhas com risco.

Kimura *et al* (2006) replicaram os experimentos de Kahneman e Tversky numa amostra brasileira composta por alunos e professores universitários no ano de 2003, e identificaram que aspectos comportamentais podem influenciar as escolhas dos indivíduos, considerando os efeitos da certeza, da reflexão e a atitude perante ao risco, mostrando que, assim como no estudo original, há a violação da regra da utilidade esperada na tomada de decisão financeira.

Rogers, Favato e Securato (n.d.) também replicaram os experimentos de Kahneman e Tversky, aplicando um questionário a 186 respondentes, sendo eles divididos em 2 grupos: o

primeiro com 72 alunos iniciantes de cursos tecnológicos em Recursos Humanos, Marketing e Agronegócio de uma universidade particular; e o segundo com 114 alunos nos três últimos períodos de Administração e Ciências Contábeis de uma universidade federal. Essa segregação foi feita pois no estudo pretendia-se identificar, além da existência dos efeitos certeza, reflexão e isolamento, investigar se indivíduos que possuem melhor instrução e educação financeira (o grupo 2, segundo os pesquisadores) apresentam menos erros sistemáticos no processo de tomada de decisão de investimentos.

Com esse estudo os autores encontraram resultados similares ao original, e identificaram que, no geral, o comportamento dos grupos é igual, não havendo, portanto, diferença nos comportamentos de acordo com o nível de instrução, evidenciando limite ao aprendizado.

Allais (1953 *apud* Mongin, 1997) efetuou um estudo que questiona a validade da teoria da utilidade esperada, em que demonstra dois cenários em que as pessoas teriam que escolher entre duas opções em cada cenário. Ele apresenta o seguinte (valores representando dinheiro da época do estudo):

- Questão 1: qual opção você escolheria entre:
 - x1: receber 100 milhões, com probabilidade de 1.
 - y1: receber 500 milhões com probabilidade 0,10; 100 milhões com probabilidade 0,89; e nada com probabilidade de 0,01.
- Questão 2: qual opção você escolheria entre:
 - x2: receber 100 milhões, com probabilidade de 0,11; e nada com probabilidade de 0,89.
 - y2: receber 500 milhões com probabilidade 0,10; e nada com probabilidade de 0,90.

Ele identificou que a maior parte das respostas foi x1 para a primeira questão e y2 para a segunda questão, o que, pelo seu estudo, viola a teoria da utilidade esperada, já que nenhuma função de utilidade satisfaria ambas as opções simultaneamente, ou seja, a utilidade esperada de x1 ser maior que a de y1 e a de y2 ser maior que a de x2.

Isso vai de encontro às interpretações que também foram feitas do estudo de Kahneman e Tversky, já que os respondentes tendem a preferir um cenário em que haja certeza de ganho quando há essa opção, e um cenário com menor probabilidade de ganho, mas com valores maiores, quando as probabilidades são muito próximas.

Yoshinaga *et al* (2008) resumem os argumentos da Teoria da Perspectiva em:

- 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;
- As escolhas são regidas por uma função de valor em forma de “S” [...];
- 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 do mesmo \$X;
- Há uma tendência a superavaliar eventos de pequena probabilidade e a subavaliar eventos de média e grande probabilidade.

Sobre a função em forma de “S” mencionada anteriormente, Kahneman e Tversky (1979) explicam que as pessoas sentem a perda 2,5 vezes mais do que ganhos na mesma proporção, ou seja, para um mesmo valor, a percepção de dano gerado por uma perda é maior, nessa proporção, do que o benefício produzido pelo ganho (Kahneman, 2012, p. 353), diferentemente do que acontece na Teoria da Utilidade Esperada, em que as utilidades positivas e negativas possuem pesos simétricos. (Karsten, 2005; Rogers, Favato & Securato, n.d).

Ilustração 1 - Curvas de risco-utilidade

Fonte: Rogers, Favato e Securato (n.d.)

Abordados estes aspetos da Teoria da Perspectiva⁶, serão apresentados a seguir alguns dos atalhos mentais/vieses cognitivos estudados no campo de finanças comportamentais que podem influenciar as pessoas em suas escolhas: aversão à perda, falácia dos custos

⁶ Kahneman (2012, p. 358) explica que apesar de a Teoria da Perspectiva manter-se como uma teoria alternativa à Teoria da Utilidade Esperada, ela também possui limitações e falhas com relação a saber lidar com decepção e a admitir arrependimento.

irrecuperáveis, efeito disposição, contabilização mental, excesso de confiança, viés de confirmação, comportamento de manada, viés do *status quo* e autocontrole.

2.3.2 Aversão à perda

A aversão à perda, segundo diversos estudos, é um dos principais fatores que podem levar investidores a não quererem vender ações que estejam em prejuízo, mantendo-as por mais tempo que deveria; por não quererem demonstrar que uma atitude ou julgamento passado estavam errados; por quererem evitar arrependimento. Essa aversão é uma das bases da Teoria da Perspectiva.

Quando se fala em aversão a perdas, além de tentar evitar que elas ocorram, escolhendo cenários em que haja chance de não acontecerem ou dessas perdas serem menores, envolve também a aversão de realizá-las, ou seja, de fazer com que essas perdas se tornem concretas em um determinado momento. Castro Júnior e Famá (2002) exemplificam essa situação da seguinte forma, relacionando-a ao efeito disposição, que será abordado mais a frente:

Quando algumas ações da carteira do investidor estão em contínua queda, ele não se sente à vontade para se desfazer delas imediatamente, pois isso seria realizar a perda. Para o investidor, o mais sensato seria esperar um tempo maior por uma possível reversão do quadro e um consequente aumento do valor do título a um patamar de, no mínimo, menor perda. Analogamente, outro comportamento comum é desfazer-se dos títulos em alta cedo demais, realizando logo o ganho certo, ao invés de esperar até o fim do ciclo de sucesso do título.

Segundo Milanez (2003, p. 40), “análises que são feitas por banco e corretoras estimulam o comportamento [...] de aversão à perda (*loss aversion*) ao fazer poucas recomendações de venda de ações quando se vivem momentos de neutralidade ou otimismo nas expectativas.”.

No Brasil, foi efetuado um experimento com um bombom que mostrou que clientes preferiam atendente que punha menos bombom e completava com o que faltava, do que aquela que punha a mais e retirava esse excesso⁷, pois isso remete a você ter tido o bombom (sente o efeito posse, em que aquilo passou a ser seu), e à medida que ela retira o excesso você estaria perdendo-o.

Outro estudo, citado por Ferreira, 2011, p. 78, aponta essa aversão à perda: em um jogo de computador em que havia portas (cada uma “pagava” uma quantia) sobre as quais as pessoas

⁷ Este experimento foi citado durante um curso de Introdução à Psicologia Econômica.

deveriam clicar (em uma situação tinham cliques limitados, em outra deveriam pagar pelos cliques, em outra não teria custo e as portas ainda poderiam ser reativadas quando sumissem), sendo que se as portas não recebessem cliques sumiriam. O que aconteceu em todos os cenários foi que as pessoas não queriam que as portas sumissem, e por isso clicavam em todas, buscando evitar a perda de a porta se fechar, que como visto anteriormente, a dor da perda é maior que o prazer do ganho.

Diversos vieses existentes na literatura das finanças comportamentais estão relacionados à aversão a perda, e alguns desses serão tratados a seguir, como falácia dos custos irrecuperáveis, efeito disposição e viés do *status quo*.

2.3.3 Falácia dos custos irrecuperáveis

Conforme mencionado anteriormente, a falácia dos custos irrecuperáveis (*sunk costs fallacy*) está relacionada à aversão à perda (Castro Jr. & Famá, 2002), e essa falácia consiste na tendência das pessoas de continuar um empreendimento uma vez que algum tipo de investimento em dinheiro, esforço ou tempo tenha sido feito, como, por exemplo, manter-se em uma relação infeliz ou num emprego indesejado, ou simplesmente continuar assistindo a um filme, por já ter gastado certo tempo com isso. (Arkes e Blumer, 1985).

Shefrin e Statman (1985) exemplificam isso quando explicam da tendência de investidores continuarem operando com ações em desvalorização, aplicando “dinheiro bom em dinheiro ruim”, com a esperança de que o valor dessa ação irá se recuperar em algum momento.

Para demonstrar a existência da falácia dos custos irrecuperáveis nas decisões das pessoas, Arkes e Blumer (1985) efetuaram alguns experimentos, sendo que aqueles com uso de questionário foram aplicados em alunos universitários de Ohio e Oregon. Nos experimentos realizados nesse estudo eles identificaram que a falácia dos custos irrecuperáveis estava presente.

Para ilustrar, explico a seguir o primeiro experimento que eles efetuaram. Eles aplicaram um questionário que continha a seguinte situação: a pessoa comprou um tíquete para esquiar em um fim de semana por \$100, e semanas depois comprou um tíquete para esquiar em outro lugar por \$50, e ela acha que neste último lugar irá se divertir mais. Depois de ter comprado

estes dois tíquetes ela percebe que são para o mesmo fim de semana, e que não é possível devolvê-los ou vendê-los, portanto terá que usar apenas um deles. Por mais que a pessoa tenha gasto mais para a primeira viagem seria esperado que ela escolhesse o lugar que ela pensa que irá se divertir mais, contudo apenas 46% das pessoas escolheram o segundo lugar, o que mostra que o fato de terem gasto mais no primeiro lugar influencia sua decisão, já que os custos irrecuperáveis são maiores.

Com a intenção de verificar se pessoas mais “sofisticadas economicamente” estariam menos suscetíveis à falácia dos custos irrecuperáveis eles realizaram outro experimento, em que selecionaram 120 alunos de psicologia (curso introdutório), os quais dividiram em dois grupos: aqueles que já haviam cursado alguma disciplina de economia (59 alunos) e aqueles que nunca tinham cursado (61 alunos). Um terceiro grupo foi formado com 61 alunos que estavam cursando uma disciplina de economia, sendo que estes tinham tido contato com os conceitos de custos irrecuperáveis (*sunk costs*) naquele semestre. Eles identificam que as escolhas são similares entre todos os grupos, e que, portanto, uma introdução geral em economia não diminui a falácia dos custos irrecuperáveis.

Quanto à idade, Strough *et al* (2008) buscaram identificar se adultos mais velhos estariam menos propensos a cometer a falácia dos custos irrecuperáveis do que adultos mais jovens. Para isso conduziram uma pesquisa com 75 alunos universitários com idade entre 18 e 27 anos, e com 73 residentes da comunidade com idade entre 58 e 91 anos, para os quais apresentaram situações que envolviam investimento monetário e investimento de tempo. Eles verificaram que, conforme sua hipótese, os adultos mais velhos estavam menos propensos a cometer essa falácia que adultos mais jovens.

Em outro estudo, Strough, juntamente com Schlosnagle e DiDonato (2011), verificaram que além de adultos mais velhos serem menos propensos a cometer a falácia dos custos irrecuperáveis, quando descrevem suas escolhas não costumam focar na presença ou ausência de investimento anterior, enquanto adultos mais jovens fazem o contrário, apresentando maior suscetibilidade a essa falácia.

2.3.4 Efeito disposição

O efeito disposição refere-se à disposição que as pessoas têm de se desfazer de ações que estão “ganhando” (valor) e manter em sua carteira ações que estão “perdendo” (valor). Como mencionado anteriormente, esse efeito pode, mais uma vez, estar relacionado à aversão à perda.

Shefrin e Statman (1985) indicam que os investidores continuam mantendo seu investimento em ações que estão desvalorizando para adiar (evitar) o arrependimento⁸, enquanto que eles vendem rapidamente as ações que estão valorizando para antecipar o sentimento de orgulho de ter escolhido corretamente no passado. Os autores chamam essa tendência de “efeito disposição”⁹. Em seu estudo, eles relacionam o efeito disposição ao fator de contabilização mental para identificar porque os investidores tendem a não ter interesse em se desfazer de algum investimento em troca de outro, e porque eles tendem a evitar reajustar seu ponto de referência para uma ação.

Eles utilizaram duas bases de dados: a primeira com informações sobre negociações individuais de investidores entre o período de 1964 e 1970, e a segunda com dados agrupados de realização de ganhos e perdas em fundos mútuos, entre o período de janeiro de 1961 a dezembro de 1981.

Na primeira situação eles identificaram que, não importava a quantidade de meses selecionados (até um mês, dois a seis meses, sete a doze meses), aproximadamente 40% de todas as realizações correspondiam a perdas, que deveria acontecer majoritariamente no curto prazo, sendo que em períodos superiores a seis meses era esperado que houvesse mais realização de ganho que de perdas (principalmente pelo fator imposto). Ou seja, em períodos de curto prazo, em que era esperado um baixo índice de realização de ganhos, aconteceu o contrário: em todos os períodos a realização de ganhos foi superior que a de perdas. Na segunda situação eles também identificaram um maior número de realização de ganhos no curto prazo, chegando à mesma conclusão da primeira situação. Isso indica que o efeito disposição existe no mercado.

⁸ Em seu trabalho os autores deixam claro o significado de arrependimento: sentimento associado ao conhecimento posterior de que outra decisão no passado teria sido a melhor escolha.

⁹ *Disposition to sell winners too early and ride losers too long.*

Segundo Shefrin e Statman (1985), existem alguns mecanismos existentes para ajudar a controlar a resistência que investidores têm a realizarem perdas, como por exemplo, quando a perda chega a um determinado percentual do valor original de compra, eles vendem as ações; ou *stop-loss orders* que permitem o investidor a realizar perda automaticamente em um determinado ponto (quando a ação atinge um determinado valor). Isso seria uma forma de contornar a tendência de manter ações em constante desvalorização.

Odean (1998) efetuou um estudo para identificar se os investidores eram relutantes a realizar perdas. Ele obteve os dados de negociação de dez mil contas de uma corretora no período de 1987 a 1993. Analisando esses dados, ele verificou que os investidores, de modo geral, realizam os ganhos mais rapidamente do que realizam as perdas, com exceção do mês de Dezembro, em que está envolvida a questão de tributos, e tendem a manter essa preferência, tendo comportamento consistente com a Teoria da Perspectiva.

Ele aponta que os investidores podem manter as ações “perdedoras” não por serem relutantes a realizar as perdas, mas por acreditarem que as “perdedoras” de hoje trarão melhores resultados que as “ganhadoras” de hoje, sendo que quando os resultados esperados para perdedoras são maiores do que para ganhadoras essa crença seria justificada, mas quando os resultados esperados são consistentemente contrários a essa crenças, e mesmo assim os investidores mantem sua crença, ela passa a ser infundada e considerada como irracional (Odean, 1998).

Karsten (2005) verificou entre os períodos de 2001 e 2004 se investidores (individuais, institucionais, ou não institucionais) que negociavam na BOVESPA apresentavam o efeito disposição ou não. Ele identificou que no período analisado todos os investidores pesquisados apresentaram o efeito disposição, contudo, quando segregados os investidores por tipo observou que os investidores individuais apresentavam maior tendência ao efeito disposição que os demais investidores.

Já quando analisados o efeito disposição considerando a renda e a profissão de investidores, Dhar e Zhu (2006) identificaram que investidores mais ricos e com “ocupações

profissionais”¹⁰ são menos propensos a vender ações “ganhadoras” e mais propensos a vender ações “perdedoras” que investidores com menor renda e com “ocupações não profissionais”¹¹.

Por sua vez, Feng e Seasholes (2005) observaram que à medida que os investidores adquirem mais experiência, e tem mais sofisticação (que, segundo os autores, tende a aumentar de acordo com a idade e varia de acordo com gênero), o efeito disposição passa a ser menos presente em suas decisões, portanto diminuindo sua intensidade.

Macedo Jr. (2003) efetuou um experimento com simulação de investimentos para identificar se o efeito disposição estava presente nos investidores. Ele observou que além dos investidores manterem ações perdedoras em sua carteira, eles efetuavam compra de mais dessas ações, enquanto que a venda de ações “vencedoras” (que tinham mais valorização) foram significativamente mais vendidas. Isso mostra que a situação dos investidores pode ser agravada, pois seu comportamento acaba levando-os a investir em algo que continua culminando em prejuízo.

2.3.5 Contabilização mental (contas mentais)

Thaler (1985) apresenta o conceito de contabilização mental, mostrando como as pessoas fazem separações de valores (como perdas e ganhos) mentalmente para analisar as alternativas. Em seu estudo, que foi aplicado a 87 estudantes de uma universidade, ele formulou quatro cenários, sendo que em cada um dos cenários dois eventos ocorriam com “Mr. A” e um evento ocorria com “Mr. B”, e os estudantes deveriam apontar qual deles estaria mais feliz: Mr. A ou Mr. B, ou se achassem que os cenários fossem emocionalmente equivalentes deveriam marcar “sem diferença”.

As questões fornecidas, bem como as respostas obtidas foram as seguintes:

1. Mr. A recebeu tíquetes de loteria envolvendo o “World Series”. Ele ganhou \$50 em uma loteria e \$25 em outra.

¹⁰ Nesse estudo, a variável de “ocupação profissional” foi utilizada como forma de identificar o nível educacional dos envolvidos.

¹¹ Segundo os autores, os indivíduos que informaram trabalhar em posições profissionais/técnicas ou gerenciais/administrativas foram classificados como “ocupações profissionais”. Aqueles que informaram trabalhar posição clerical, artesão ou com serviços / venda, foram classificados como “ocupações não profissionais”.

Mr. B recebeu um tíquete de loteria para uma loteria maior de “World Series”. Ele ganhou \$75.

Quem ficou mais feliz? 56 A 16 B 15 sem diferença

2. Mr. A recebeu uma carta da ‘Receita Federal’ dizendo que ele cometeu um pequeno erro aritmético na declaração de seu imposto e devia \$100. No mesmo dia recebeu uma carta similar da autoridade de imposto de renda estadual dizendo que ele devia \$50. Não houve nenhuma outra repercussão sobre os erros.

Mr. B recebeu uma carta da ‘Receita Federal’ dizendo que ele cometeu um pequeno erro aritmético na declaração de seu imposto e devia \$150. Não houve nenhuma outra repercussão sobre o erro.

Quem ficou mais chateado? 66 A 14 B 7 sem diferença

3. Mr. A comprou seu primeiro tíquete de loteria do estado de Nova Iorque e ganhou \$100. E, num acidente estranho, estragou o tapete em seu apartamento e teve que pagar ao arrendador \$80.

Mr. B comprou seu primeiro tíquete de loteria do estado de Nova Iorque e ganhou \$20.

Quem ficou mais feliz? 22 A 61 B 4 sem diferença

4. O carro do Mr. A foi estragado em um estacionamento. Ele teve que gastar \$200 para arrumar o estrago. Nesse mesmo dia, ele ganhou \$25 em uma aposta em jogo de futebol.

O carro do Mr. B foi estragado em um estacionamento. Ele teve que gastar \$175 para arrumar o estrago.

Quem ficou mais chateado? 19 A 63 B 5 sem diferença

Ele identificou que a maioria dos respondentes fez escolhas da forma como era esperada segundo os princípios sumarizados em seu trabalho: a) segregar ganhos; b) integrar perdas; c) cancelar perdas contra ganhos maiores; d) segregar “*silver linings*”. Ou seja, percebe-se que, apesar de os valores envolvidos tanto para o Mr. A e o Mr. B serem sempre os mesmos, a segregação ou a integração de ganhos ou perdas faz diferença na análise que as pessoas estão fazendo, portanto a utilização de contas mentais pode levar a diferentes interpretações.

Shefrin e Statman (1985) apontam que a ideia principal envolvendo a contabilização mental é que “os tomadores de decisão tendem a separar os diferentes tipos de opções que aparecem em contas separadas, e depois aplicam as ‘regras de decisão’ em cada conta, ignorando possível interação”. Segundo Lima (2003), nesse conceito, os investidores “tendem a tratar cada elemento de seu investimento de forma separada” o que pode levar a “ineficiência no processo de decisão”.

Ferreira (2011, p. 64) fornece um exemplo simples sobre isso: “num dia, você coloca uma nota de cem reais na carteira; em outro, coloca dez notas de dez reais – em qual das situações os mesmos cem reais duram mais?”. Normalmente a nota de cem reais dura mais, pois hesitamos em gastar, ou “quebrar” a nota, enquanto que as notas de dez parecem mais comuns, e, portanto, seriam gastas mais facilmente. Assim, conforme citado anteriormente, está sendo aplicada uma regra de decisão sobre cada nota, observando os valores de forma separada.

Conforme Shafir e Thaler (2006), mudanças de nomenclatura, alocação ou organização dessas contas mentais podem influenciar as decisões, que é o que acontece, por exemplo, nas segregações de “dinheiro” que recebemos, diferenciando-os pela sua origem (salário, bônus, dinheiro recebido em determinada promoção, loteria, entre outros) e/ou pelo seu uso (poupança, investimento em ações, valor para pagamento de estudos, plano de saúde, viagem, entre outros).

Para entender algumas “regras” de contabilização mental que são utilizadas pelas pessoas, Shafir e Thaler (2006) buscaram identificar a percepção de investidores no ramo de vinhos com relação à compra e “utilização” (consumo, presente, perda da garrafa – quebra) de garrafas de vinho. Eles verificaram que as pessoas conseguem evitar o sentimento de terem gastado dinheiro quando aquilo que compram é visto como investimento para consumo futuro, e que quando consomem (no futuro), elas não sentem que aquilo está custando algo porque já compraram há muito tempo. No entanto, quando a perda está envolvida, ou seja, quando uma garrafa de vinho que a pessoa comprou há tempos por determinado valor (menor que o atual) quebra, a pessoa sente que está perdendo o valor atual da garrafa, pois esse seria o montante que a pessoa teria que gastar para repô-la. Assim, a contabilização mental pode apresentar às pessoas diversos cenários a respeito de um mesmo assunto, o que pode ou não atrapalhar no processo de decisão.

Para auxiliar a tomada de decisão, evitando um possível sentimento de aversão à perda, Shefrin e Statman (1985) citam uma maneira de utilizar a contabilização mental em um conceito de “transferência de ativos”, na qual o investidor “fecha” uma conta mental e abre outra, que é uma maneira de superar o obstáculo de realização de perda.

2.3.6 Excesso de confiança

Outro viés presente na literatura é o de excesso de confiança. Segundo Ferreira (2008, p.181), esse viés está relacionado à tendência das pessoas a confiarem “demasiadamente na própria capacidade para tomar decisões”, e quando está relacionado a investimentos, acreditam que suas escolhas serão melhores que a situação média do mercado. Conforme Kimura e Basso (2003), “o excesso de confiança pode levar o investidor a crer que possui vantagens comparativas na análise e avaliação de ativos em relação ao mercado [...] e pode implicar em excesso de exposição em determinados ativos, tendo em vista a crença do investidor de que a aplicação em determinada ação conduzirá a ganhos futuros consideráveis”. Conforme Milanez (2003, p. 23) e Barber e Odean (2011), o excesso de confiança pode ajudar a explicar o excessivo volume negociado no mercado de capitais. Por sua vez, Shiller (2000) explica que o excesso de confiança parece ser fator fundamental na promoção do alto volume de negócios no mercado, e que sem ela poderia acontecer de haver pouca negociação, já que, se fossem racionais, parte dos investidores consideraria estar abaixo da média e, por isso, não estariam dispostos a fazer negócios, deixando de haver, portanto, negociações por questões especulativas.

Bogea e Campos Barros (2008) efetuaram um estudo com investidores individuais brasileiros para identificar se havia evidências do efeito disposição e dos vieses de ancoragem com ajustamento insuficiente e do excesso de confiança em seu processo de decisão. Eles identificaram que no conjunto de investidores analisados ocorreu o viés de ancoragem; que o excesso de confiança estava presente em 99,02% dos investidores, sendo que não foram encontradas associações entre a presença do viés e as características dos investidores¹² e que o efeito disposição apresentou-se em aproximadamente 40% da amostra. Os autores verificaram

¹² Os autores Bogea e Campos Barros (2008) explicam que “limitações na mensuração das variáveis podem ter contribuído para a falta de significância estatística observada nas regressões” quanto à associação entre vieses e características dos investidores, bem como a possível falta de heterogeneidade da amostra.

também que a presença do efeito de reflexão ocorreu em aproximadamente 37% dos investidores.

Kahneman e Riepe (1998) apontam que o viés do retrospecto (*hindsight bias*) pode induzir a um excesso de confiança por fomentar a ilusão de que o mundo é mais previsível do que realmente é. Esse viés é traduzido por Ferreira (2011, p. 175) como superestimar o grau com que teria previsto o resultado correto após a ocorrência de um determinado evento. Kahneman e Riepe (1998) exemplificam a situação quando falam sobre especialistas de mercado que, diariamente no seu fechamento, explicam com muita confiança as razões pelas quais o mercado se comportou de uma determinada forma naquele dia. Ferreira (2011, p. 101) menciona que “olhar para trás depende da memória, que é bastante falha: impressões errôneas, limitação para armazenar lembranças e inferências ao rememorar sugerem que devemos ter cautela com aquilo que, muitas vezes, temos certeza que aconteceu.”.

Barber e Odean (2001) verificaram um maior excesso de confiança nos homens em comparação com as mulheres, quando se trata de investimentos, além de maior quantidade de negociações, que acabam reduzindo seus retornos. Ferreira e Yu (2003) também identificaram maior excesso de confiança nos homens em seu estudo com profissionais de finanças brasileiros. Além disso, evidenciaram que os profissionais com maior tempo de atuação na área e com mais idade apresentaram maior grau de excesso de confiança, no entanto, diferentemente do esperado, foi observada correlação negativa entre experiência e aprendizagem, o que pode significar que o excesso de confiança pode atrapalhar o processo de decisão.

Ferreira (2011, p. 83) explica que “as mulheres costumam ser mais cuidadosas e até conservadoras com seu dinheiro, preferindo colocar na poupança, por exemplo, a correr riscos em outras aplicações”. No entanto, ela aponta que ultimamente, mulheres mais jovens, com maior familiaridade com o mercado financeiro, vêm abandonando essa postura cautelosa e passando a adotar uma conduta mais arrojada. Essa mudança de comportamento pode levá-las, assim como os homens, a apresentar maior excesso de confiança e excesso de negociação, o qual pode propiciar menores ganhos aos investidores individuais, que se comprassem e vendessem menos “ativamente”, poderiam ter ganhos maiores. (Barber & Odean, 2011).

Li *et al* (2006) fizeram um estudo comparando o excesso de confiança entre cidadãos chineses e cidadãos de Singapura. Eles identificaram que os cidadãos de Singapura apresentaram maior excesso de confiança e explicaram que isso pode se dar pelo fato de que a educação destes tem um padrão ocidentalizado, portanto a diferença educacional acarretaria no maior excesso de confiança.

Recentemente, Chaves e Pimenta (2013) buscaram verificar em quais aspectos o perfil comportamental do investidor goiano está correlacionado aos vieses excesso de confiança e otimismo. Eles analisaram 50 investidores individuais de uma determinada corretora, sendo que 76% desses investidores eram do sexo masculino, as idades dos investidores variaram de 19 a 59 anos e que o nível de escolaridade de 84% dessa amostra era de superior completo (48%) e pós-graduação (36%), enquanto que 10% afirmaram possuir o ensino médio e 6% o ensino fundamental. Os autores verificaram que 72% dos pesquisados estavam suscetíveis ao viés otimismo, enquanto que não encontraram evidências de suscetibilidade da maioria desses investidores ao excesso de confiança, sendo que apenas 14% apresentaram essa propensão. Resultado este que difere de outras pesquisas efetuadas sobre o excesso de confiança, conforme citadas anteriormente.

2.3.7 Viés de confirmação

Koriat *et al* (1980), identificaram em seus experimentos que o excesso de confiança é resultado da desconsideração de evidências que contradizem as escolhas feitas, e de favorecer evidências positivas sobre algo, desconsiderando as negativas. Esse aspecto refere-se ao viés de confirmação.

Earl (2005 *apud* Ferreira, 2011, p. 28) explica que “as pessoas tendem a ver o que esperam ver, desprezando exemplos em contrário a essas expectativas e buscando verificar apenas o que as confirme, em vez de verificar anomalias.”.

Ferreira (2011, p. 155) cita o seguinte exemplo para ilustrar a situação:

[...] você aplicou num fundo e, depois de pouco tempo, resolveu retirar o dinheiro; em seguida, passa a evitar ler ou entrar em contato com notícias sobre a rentabilidade daquele fundo, porque não quer nem pensar no dinheiro que poderia ter ganho e deixou de fazê-lo! E, inversamente, só quer saber de informações que corroborem que sua decisão estava correta.

“Para Bazerman, a necessidade psicológica de estar em contato apenas com boas notícias pode manter o investidor e os profissionais que o assessoram isolados da verdade sobre seus investimentos [...], buscando manter as ilusões.”. (Ferreira, 2008, p. 182).

Bazerman e Moore (2010, p. 39) explicam que as pessoas, por quererem informações que estejam de acordo com o que acreditam/pensam, e que lhes permitam chegar à conclusão que desejam alcançar, acabam aceitando a informação sem críticas ou questionamentos, a não ser que exista um motivo, uma razão, muito fortes para fazer com que duvide dessa informação.

“Essa tendência a buscar evidências (ou criá-las) que confirmem as avaliações preliminares [...] leva investidores a não admitir estratégias de investimento fracassadas e a não vender ativos em que estejam sofrendo prejuízo” (Milanez, 2003, p. 24), o que estaria ligado ao efeito disposição.

2.3.8 Comportamento de manada

Outro viés que se percebe presente em alguns processos de tomada de decisões é o comportamento de manada. Ferreira (2008, p. 195) explica que se trata da propensão de se deixar influenciar pelos outros, principalmente quando não tem muito conhecimento sobre o assunto de que se é tratado, ou seja, de agir conforme os outros estão agindo, e que neste contexto também poderia estar envolvido o conceito de “consolo” por não errar sozinho quando uma situação não acontece conforme esperada. A autora cita o trabalho de Charles Kindleberger (*Manias, pânico e crashes – um histórico das crises financeiras*, 2000), em que ele “relata situações em que o efeito manada teve poderosa influência”.

Morani (n.d., p.32) coloca outro ponto com relação ao comportamento de manada, que, além de confortar o sentimento de culpa por não ter errado sozinho, “reduz o tempo de decisão de investimento, uma vez que não é preciso analisar a alternativa de investimento, pois ocorre de maneira impulsiva.”.

Ferreira (2011, p. 34) explica em sua obra um experimento antigo feito em psicologia social¹³, em que uma pessoa é colocada em um ambiente com outras pessoas para realizar uma tarefa, sendo que a realização da tarefa foi previamente combinada entre estas últimas e os

¹³ Estudo de Salomon Asch (1956) – Studies of independence and conformity: a minority of one against a unanimous majority.

organizadores. É solicitado que eles digam qual traço tem o mesmo tamanho do modelo fornecido, sendo que dentre as alternativas, apenas uma se aproximava claramente do modelo. O que acontece é que as pessoas do grupo começam a escolher a alternativa errada, conforme combinado, e o indivíduo que realmente está passando pelo teste, pois não sabe o que foi combinado, começa a se sentir pressionado, e na maior parte das vezes acaba por selecionar a alternativa errada, juntamente com o restante do grupo, enquanto que se estivesse sozinha a pessoa acertaria.

Da mesma forma que as pessoas estão dispostas a acreditar na visão da maioria das pessoas, o que caracteriza o comportamento de manada, elas também estão dispostas a acreditar nas autoridades, mesmo quando estas contradizem um julgamento consensual, sendo que na área financeira, a confiança que a maioria das pessoas tem em seus próprios julgamentos é ainda menor. (Shiller, 2000, p. 141).

Ferreira (2011, p. 46) exemplifica mais uma forma em que o comportamento de manada poderia estar presente: as Ofertas Públicas Iniciais (*IPO – Initial Public Offering*), em determinados momentos, que provocam frenesi nos investidores para comprar as ações, e a dúvida que ela aponta é se realmente esses investidores estudaram/analisaram a empresa, as condições de mercado e suas próprias condições, ou se simplesmente estão seguindo os demais, ou, como exposto por Shiller, se estão seguindo alguma autoridade.

2.3.9 Viés do *status quo*

Conforme mencionado anteriormente, as pessoas podem apresentar diferentes formas de viés em seus comportamentos, podendo agir com excesso de confiança, efetuando negociações em excesso, podem ter receio de realizar suas perdas e acabar realizando ganhos antes do momento que seria “ideal”, ou mesmo, podem tomar as mesmas decisões que outros estão tomando, seja por não confiar nas próprias análises, seja por medo de errar sozinho, etc. Nessas situações, fica claro que as pessoas tomam determinadas decisões.

Segundo Samuelson e Zeckhauser (1988), no processo de tomada de decisão também existe uma alternativa de não se fazer nada, ou insistir em uma decisão tomada anteriormente, que eles nomearam de *status quo* (viés de *status quo*). Em seu estudo, verificaram que entre as opções apresentadas, as pessoas tendem a escolher aquelas que não vão causar mudanças, ou

seja, as que permitem que a situação continue “igual”, e, conforme Macedo Jr. (2003), testes efetuados por Kahnemann, Knetsch e Thaler indicaram que o viés do *status quo* permanece mesmo com a experiência. Para Ferreira (2011, p. 110) o fato de não agir também seria uma opção (escolha), portanto poderia ter consequências tão prejudiciais quanto agir.

“Ao contemplar uma mudança, as pessoas provavelmente prestam mais atenção ao risco da mudança do que ao risco de deixar de mudar. Levando as perdas mais a sério do que os ganhos, as pessoas serão motivadas a manter o estado atual das coisas.” (Bazerman & Moore, 2010). Para Kahnemann, Knetsch e Thaler (1991), o viés do *status quo* é resultante da aversão à perda.

Samuelson e Zeckhauser (1988) apontam que as explicações para o viés do *status quo* estão distribuídas em três categorias, sendo consequência de: tomada de decisão racional na presença de custos de transação e/ou incerteza; percepções cognitivas “erradas”; e comprometimento psicológico decorrente de: custos irrecuperáveis despercebidos, evitar arrependimento, ou busca por consistência.

Ferreira (2008, p. 184) explica que, no contexto de investimentos, o viés do *status quo* é “a tendência a se manterem os investimentos *exatamente do jeito que estão*”, como por exemplo, ter “resistência a realizar qualquer tipo de investimento, preferindo-se manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na conta-corrente ou poupança com baixo retorno [...]”. (Ferreira, 2008, p. 184).

2.3.10 Autocontrole

Thaler e Shefrin (1981) efetuaram um estudo em que consideram o indivíduo como uma organização, sendo que existem momentos em que há conflito entre as preferências de curto e de longo prazo; e que em qualquer ponto no tempo, a organização consiste de um “planejador” e de um “fazedor” (*planner and doer*). Eles explicam que “o planejador se preocupa com a utilidade (*lifetime utility*), enquanto que fazedor existe apenas por um período e é completamente egoísta e míope (*myopic*)”. A relação disso com o conceito de autocontrole é que eles caracterizam autocontrole de um indivíduo como um conflito interno semelhante ao conflito entre principal-agente (teoria da agencia) existente nas organizações

entre proprietários e gerentes, utilizando, por vezes estratégias similares a destes para lidar com conflitos de interesse.

Os autores exemplificam que as pessoas têm problema de autocontrole em relação à alimentação, bebidas, fumo e consumo em geral. Uma situação que apontam é o fato de pessoas aplicarem dinheiro semanalmente ou mensalmente em uma conta específica para gastos a serem feitos no natal, e não movimentarem essa conta até próximo dessa data, para que não gastem esse montante com outras coisas diferentes do seu propósito. Outro exemplo que pode ser citado é com relação a planos de aposentadoria, que trata de um investimento de longo prazo, para o qual as pessoas tendem a postergar o início da contribuição (procrastinação), acreditando que o seu “eu” do futuro (dia seguinte, semana seguinte, ano seguinte...) será mais responsável (terá mais autocontrole) e fará as contribuições corretamente, contudo esse dia não chega (pois tende a deixar para o futuro).

Foi efetuado no Reino Unido um estudo com pessoas nascidas em uma determinada semana do ano de 1970 para identificar o autocontrole quando eram crianças. Trinta anos depois, foram verificadas as condições dessas pessoas, e observaram que aquelas que quando criança apresentaram maior autocontrole se tornaram mais bem sucedidas, com maior tranquilidade e organização financeira.¹⁴

Isso mostra a importância disso ser estudado desde criança, pois pode ter impacto no futuro das pessoas.

Para testar o autocontrole em crianças, psicólogos efetuaram experimentos utilizando Marshmallow (Marshmallow Experiment) e biscoitos (Kids x Cookies), nos quais cada criança avaliada ficava em uma sala com um prato contendo um marshmallow/biscoito, e o avaliador saía da sala após dar a instrução de que esse marshmallow/biscoito era da criança e que ela poderia escolher comê-lo naquele momento, ou, se não comesse, ganharia outro quando o avaliador voltasse para a sala. As crianças ficavam “tentadas” a comer o doce, e para que conseguissem aguentar, trocando o prazer imediato de comer um doce pelo prazer futuro de comer dois doces, as crianças utilizavam formas para se distrair para que não comessem, como por exemplo, olhar para o lado, fechar os olhos, não olhar para o doce,

¹⁴ Este experimento foi citado durante um curso de Introdução à Psicologia Econômica.

cantar, ou seja, qualquer atividade que fizesse com que aquilo que estava tentando tirá-la do objetivo fosse ignorado. Portanto, para que as pessoas consigam manter o autocontrole em situações que sabem ter dificuldade de fazê-lo, podem usar alternativas para alcançar os objetivos.

Shefrin e Statman (1985) propõe que investidores escolham vender ações “perdedoras” em Dezembro como uma medida de autocontrole, já que, mesmo estando relutantes a realizá-las, reconhecem o benefício fiscal de fazer isso em dezembro, portanto seria um prazo para realizar suas perdas. Dessa forma, mesmo postergando a realização de perdas até dezembro, nesse instante as realizam para cumprir o prazo estabelecido (Odean, 1998). Essa seria uma forma de utilizar o autocontrole como forma de auxiliar a decisão de venda que é influenciada pelo viés de aversão a perda.

Todos esses vieses abordados mostram que, por mais que as teorias tradicionais e modernas de finanças apontem para uma racionalidade, consciência, e busca pelas melhores opções (econômicas), as pessoas, quando tomam decisão, são influenciadas por coisas além disso, e que, muitas vezes, não têm consciência da ocorrência de tal influência.

Ferreira (2011, p. 114) expõe isso ao falar sobre o processo de decisão:

[...] decisão é decisão, e envolve um processo até chegar à sua etapa final (a escolha), e resultado é resultado que [...] pode não depender inteiramente dos méritos ou deméritos do processo da decisão. Entre outros motivos, porque o acaso e o imponderável participam desse processo, ao lado de nossas habilidades e atrapalhões. Estabelecer relações diretas e rígidas entre o que fizemos e o que obtivemos pode não ser o melhor caminho, portanto.
Em outras palavras, não controlamos tudo e os cenários são bem maiores que nós ou do que sonha nossa incipiente imaginação...
Em particular, isso vale para quando os resultados foram positivos! Às vezes, acertamos por pura sorte, e tirar lições de tais experiências, apostando exclusivamente em nosso talento, pode não ser uma boa.

Conforme Yoshinaga *et al* (2008), “as pesquisas comportamentais revelam os vieses sistemáticos observados quando as pessoas formam suas crenças e suas preferências”. Grupos de indivíduos com diferentes personalidades, estilos de decisão, educação e inteligência estão propensos a diferentes tipos ou intensidade de vieses. (Hirshleifer, Subrahmanyam & Titman, 2006).

Nesta revisão foram apresentados aspectos da Teoria da Utilidade Esperada e da Hipótese dos Mercados Eficientes, relacionadas à teoria de finanças, que foram, e ainda são, bases para os

questionamentos feitos pelas Finanças Comportamentais, que, por sua vez, traz a Teoria da Perspectiva e alguns dos vieses presentes no comportamento de tomadores de decisão, como representatividade, disponibilidade, ancoragem, efeito de certeza, efeito de reflexão, *framing*, aversão a perdas, falácia dos custos irrecuperáveis, efeito disposição, contabilização mental, excesso de confiança, viés de confirmação, comportamento de manada, autocontrole e viés do *status quo*, os quais serão objetos de análise nesta pesquisa, segundo a percepção de investidores individuais brasileiros.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados: o planejamento da pesquisa, composto pelos estudos realizados, a metodologia utilizada na escolha da estratégia de pesquisa e amostra definida, a técnica de coleta e tratamento de dados. São elencadas e discutidas as variáveis e o instrumento de pesquisa. É discutida ainda a forma para interpretação das respostas e as limitações do estudo.

3.1. Planejamento da pesquisa

A primeira parte da pesquisa, descrita no capítulo 2 – Fundamentação Teórica, consistiu em estudo bibliográfico para melhor contextualização do assunto, trazendo informações sobre o comportamento financeiro do investidor abordando aspectos de racionalidade plena e racionalidade limitada, considerando a Teoria da Utilidade Esperada e a Hipótese do Mercado Eficiente, a contraposição entre o homem econômico e o homem real, e aspectos das Finanças Comportamentais, no qual consta a Teoria da Perspectiva e o detalhamento de atalhos mentais que podem levar a vieses na tomada de decisão.

A Fundamentação Teórica por sua vez embasa a segunda parte deste estudo, que é tratada neste capítulo, consistindo em *survey* que será detalhada mais adiante. Por ter essa estrutura, esta pesquisa trata-se de um estudo teórico empírico.

Para Severino (2007, p. 122), a pesquisa bibliográfica “é aquela que se realiza a partir do registro disponível, decorrente de pesquisas anteriores”, tais como livros, artigos, periódicos, revistas, enciclopédias, dicionários, jornais, sites, CDs, anais de congresso etc. Conforme Martins e Theóphilo (2009, p. 54), “é uma estratégia necessária para a condução de qualquer pesquisa científica”.

3.2. Metodologia, escolha da estratégia e amostra da pesquisa

3.2.1. Metodologia

Para identificar a intensidade da presença dos vieses na decisão de investidores individuais no mercado de capitais brasileiro, bem como seus aspectos socioeconômicos e a relação entre

essas variáveis, decidiu-se utilizar a estratégia de pesquisa de *survey* (levantamento), que segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 60) consideram esse tipo de pesquisa adequada aos casos onde se busca entender as relações entre variáveis e realizar a análise de fatos e descrições.

3.2.2. Escolha da estratégia

Esleveu-se a *survey* como a estratégia a ser adotada por ser um instrumento adequado para capturar as informações necessárias para a realização da pesquisa.

Para organizar a pesquisa bibliográfica e relacionar as variáveis às questões de pesquisa, utilizou-se a matriz de amarração de Mazzon. Esse instrumento, segundo Telles (2001, p. 65) permite, por meio de um instrumento matricial, a comparação das decisões e definições da pesquisa.

3.2.3. Amostra da pesquisa

O foco desta pesquisa é o investidor individual brasileiro, portanto, para alcançar um maior número de investidores, decidiu-se por acessá-lo através de instituições que possuem relacionamento com investidores, tais como BM&FBOVESPA e Associação Brasileira de Previdência Privada (ABRAAP), e, também, utilizando-se de redes sociais, que verifica-se como um meio eficaz de acesso a respondentes potenciais, como é possível constatar-se em pesquisa realizada por Cotrim (2012, p.85) que teve em sua pesquisa retornos médios de resposta por meio de canais de distribuição, tal como LinkedIn (12,6%), superiores a outros canais com retornos entre 0,54% e 5,88% dos públicos estimados. Também havia sido considerado enviar o questionário ao Instituto Nacional de Investidores (INI), contudo o Instituto encerrou as atividades em 10 de julho de 2012. (Almeida, 2012).

Pela BMF&FBOVESPA pretendia-se atingir investidores que participam de clubes de investimento, pois, além de serem formados por pessoas físicas, o que direcionaria para o público-alvo deste trabalho (CVM, 2013a), seria possível atingir um maior número de investidores, pois segundo dados da BM&FBOVESPA de 2012, existiam 2.266 clubes de investimento compostos por 82.781 cotistas. (BM&FBOVESPA, 2013a).

A ABRAPP também foi selecionada para o envio do questionário pois, assim como os clubes de investimento, apenas pessoas físicas podem efetuar aplicações em fundos de previdência privada, novamente direcionando para o público desejado.

Segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 123), quando uma amostra é selecionada intencionalmente através de um critério, ela é considerada como amostragem intencional, e por ser um método de amostragem não probabilístico, não é possível generalizar os resultados da amostra para a população, sendo, portanto, uma limitação desta pesquisa.

3.3. Técnica de coleta e tratamento de dados

Foi utilizado como instrumento de referência o questionário elaborado por Barros (2010, p. 46), pois foi estruturado e testado¹⁵, complementado por questões que atendem aos objetivos deste estudo relativos ao perfil socioeconômico do investidor e com reestruturação de alguns pontos devido às considerações recebidas quando da aplicação do pré-teste efetuado neste estudo, detalhado posteriormente.

Para desenvolver este questionário, Barros (2010, p. 43) explica que foram elaboradas questões que refletiam vieses que constam nos estudos de finanças comportamentais, de forma clara e com vocabulário simples e acessível, para que pudessem ser compreendidas de forma rápida por diferentes públicos; e nos enunciados buscou-se evitar termos direcionadores, para que não influenciassem as respostas.

Foram utilizadas questões de múltipla escolha para tornar ágil o preenchimento das respostas, buscando abreviar o tempo a ser gasto pelo respondente, reduzindo, assim, o “custo” de responder; e para facilitar sua tabulação e elaboração de estatísticas, além de evitar interpretações sobre questões abertas, o que poderia levar à subjetividade nos resultados analisados. Além disso, “as questões abertas exigem um maior esforço por parte do respondente e, assim, dificultam o retorno da pesquisa”. (Barros, 2010, p.43).

Na introdução do questionário a pesquisa foi identificada como relacionada ao Mestrado em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

¹⁵ O detalhamento da estruturação do questionário, realização de testes e aplicação da pesquisa está disponível em Barros (2010, p. 40).

(FEA) da Universidade de São Paulo (USP), foi explicada que as informações coletadas seriam analisadas de forma agrupada, portanto, não haveria a divulgação de informações individuais, e foram fornecidas instruções sobre seu preenchimento, como o tempo estimado para preenchimento, a necessidade de responder a todas as questões, e avisos sobre o funcionamento do questionário, em geral.

Além desses pontos, foi incluído na introdução o email para contato (bianca.cotrim@usp.br), caso os respondentes tivessem alguma dúvida, bem como a identificação da pesquisadora e do orientador, buscando fornecer maior credibilidade e transparência para com os respondentes; e foi fornecido um campo para inclusão de email para que aqueles respondentes que desejassem receber os resultados da pesquisa, não sendo obrigatório o preenchimento desse campo. No envio do convite para responder à pesquisa, foi explicado que os resultados alcançados seriam disponibilizados e enviados a todos os participantes que assim o desejassem, como forma de agradecimento ao apoio à pesquisa.

Barros (2010, p. 44) explica que o questionário foi elaborado de forma a atingir os três objetivos apontados como importantes para ampliar o retorno de pesquisas acadêmicas:

[...] o questionário procurou atingir os três objetivos que Günter (2003, p. 4) aponta como importantes para ampliar o retorno de pesquisas acadêmicas. Para obter mais respostas, deve-se (1) recompensar o respondente, tornando o questionário interessante, demonstrando consideração pela sua opinião e utilizando linguagem adequada; (2) reduzir o “custo” de responder, ou seja, facilitar a tarefa, abreviando seu tempo e eliminando embaraços; e (3) estabelecer confiança, vinculando a pesquisa a uma instituição renomada.

O questionário é composto por quinze questões divididas em três partes.

A primeira parte destinada a introdução, contendo orientações ao respondente quanto ao preenchimento do questionário, e duas questões, uma identificando o interesse no resultado da pesquisa, conforme mencionado anteriormente, e outra sobre o canal de distribuição pelo qual tomou conhecimento do estudo.

A segunda parte relativa ao perfil do respondente é composta por oito questões, tratando de informações associadas às características socioeconômicas.

A terceira parte, composta por cinco questões, relacionadas ao comportamento do investidor, sendo essas subdivididas em questões específicas.

Nesse questionário é utilizada, para questões com avaliação qualitativa, a escala Likert, com intervalo de 1 a 10 (discordância/nenhuma importância a concordância/importância extrema), que conforme Martins e Theóphilo (2009, p. 96) é muito utilizada em questionários para investigações sociais. Com a utilização desse recurso é possível identificar a intensidade percebida pelos investidores em relação às questões propostas.

3.4. Variáveis

As variáveis identificadas na Fundamentação Teórica, capítulo 2, foram organizadas na Matriz de amarração de Mazzon (item 3.6.), relatada anteriormente, e serão brevemente explicadas a seguir:

- Aversão à perda: diferentemente do aspecto abordado pelas finanças modernas de aversão a risco, a aversão à perda trata que as pessoas querem evitar a perda, mesmo que isso signifique aceitar situação com risco.
- Representatividade: refere-se à forma como as pessoas avaliam probabilidades de acordo com estereótipos, muitas vezes generalizando as análises, ignorando a amostra, e não considerando outros aspectos, como avaliação de cenários anteriores.
- Conhecimento em finanças: esta variável busca verificar o conhecimento em finanças dos respondentes, com base em uma questão específica, para cruzar essa informação com auto-avaliação efetuada pelo respondente.
- Comportamento de manada: trata das pessoas tomarem determinadas decisões porque outros decidiram fazer dessa forma. É seguir a decisão alheia sem efetuar análises ou buscar outras informações a respeito do que está sendo tratado.
- Efeito disposição: esse efeito refere-se à decisão de manter investimentos que estejam desvalorizando, muitas vezes relacionado à aversão de realizar uma perda, e se desfazer de (vender) investimentos que estejam valorizando para reconhecer o ganho e não arriscar a perder.

- **Falácia dos custos irrecuperáveis:** é a tendência das pessoas continuarem com um empreendimento uma vez que algum tipo de investimento em dinheiro, esforço ou tempo tenha sido feito, ou seja, mesmo que não desejassem mantê-lo por outros motivos, o fato de terem investido nisso as mantém no empreendimento.
- **Efeito da certeza:** as pessoas consideram o nível de certeza com relação ao resultado a ser obtido para poder tomar a decisão, preferindo o ganho certo à possibilidade de não ter ganho, mesmo que o valor na segunda situação seja maior caso ganhe.
- **Autocontrole (falta de autocontrole):** no campo das finanças comportamentais, a falta de autocontrole representaria um comportamento irracional, ou seja, as pessoas agindo somente por impulso, sem planejar, e sem analisar se aquela decisão seria ideal, tanto a curto quanto à longo prazo.
- **Ancoragem:** utilizar como âncora, ou como base, algo que não teria relevância em determinada situação para tomar uma decisão, ou utilizar pontos de referência que levariam a estimativas diferentes podendo enviesar um resultado.
- **Viés do *status quo*:** esse viés refere-se à estagnação em um determinado estado por medo de mudanças, ou seja, decidir ficar de um mesmo jeito, manter os mesmos investimentos por não querer mudar.
- **Viés de confirmação:** buscar justificativas que apenas corroboram com aquilo que pensamos ou com nossas decisões, desconsiderando opiniões divergentes / contraditórias.
- **Excesso de confiança:** acreditar demasiadamente na própria capacidade para tomar decisões e fazer escolhas, por mais que não haja evidências que embasem essas decisões. Relacionado ao excesso de confiança pode ocorrer o excesso de negociação, relacionado a comprar e vender ações/investimentos de forma excessiva.
- **Contabilização mental (contas mentais):** segregação de ideias, pensamentos, e, no caso do mercado de capitais, segregação de investimentos para análise mais rápida,

contudo, que pode levar a vieses, pois em alguns casos, analisar o conjunto seria o mais adequado, do que analisar por partes.

Dadas as variáveis acima, buscou-se verificar a intensidade em que estão presentes nas decisões segundo a percepção de investidores individuais, e relacioná-las aos seguintes aspectos socioeconômicos: sexo, idade, formação acadêmica, tempo como investidor no mercado de capitais e conhecimento em contabilidade e finanças.

3.5. Instrumento de pesquisa

Para a aplicação do questionário resolveu-se por utilizar o questionário na forma eletrônica, que segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 95) possui algumas vantagens como menores custos com materiais impressos, maior velocidade, possibilidade de distribuição para um maior número de respondentes potenciais. Dessa forma, foi utilizado o provedor de serviços de pesquisas eletrônicas SurveyMonkeyTM, para disponibilização do questionário e coleta dos dados.

A versão final do questionário desenvolvido no provedor citado anteriormente e aplicado na pesquisa é apresentada no Apêndice B – Questionário.

Foram desenvolvidos dois pré-testes, um para validação do instrumento de pesquisa, de forma a garantir sua operacionalidade e um segundo pré-teste (PRT2) de forma a validar o conteúdo e compreensibilidade desse questionário. No teste de operacionalidade o instrumento de pesquisa foi testado em um ambiente controlado com testes por 5 usuários em diferentes tipos de hardwares (computadores, *tablets* e *smartphones*), além de diferentes navegadores. Após os ajustes necessários o instrumento foi distribuído para 25 pessoas pré-selecionadas. Obteve-se um retorno de 19 questionários (76%).

Com o retorno dos questionários foram recebidas sugestões e verificados pontos a serem modificados e/ou melhorados. As alterações necessárias foram efetuadas no questionário e foram criados canais específicos de distribuição da pesquisa.

Os links foram então encaminhados às instituições BM&FBOVESPA e ABRAPP, conforme solicitação de apoio à pesquisa endereçada anteriormente, disponível no apêndice A - Termos

de solicitação para realização da pesquisa, para que encaminhassem aos investidores individuais. Além das entidades citadas anteriormente, foram contatadas pessoas de diversos segmentos por meio do LinkedIn (rede social) da pesquisadora, pelo Facebook (rede social), bem como foi encaminhado pedido de divulgação da pesquisa a um Blog destinado a investidores, que possui visibilidade.

A ABRAPP divulgou o link da pesquisa em seu diário de notícias (Diário dos Fundos de Pensão – ABRAPP), que está disponível no site eletrônico <http://sistemas.abrapp.org.br/diario/DescricaoNoticia.aspx?id=24341>, e através dele obtivemos 18 respostas.

A BM&FBOVESPA não pôde encaminhar o link e orientou que fosse enviado diretamente aos administradores dos clubes de investimento (Apêndice B). Dessa forma enviamos o link por email a 40 corretoras listadas no site da BM&FBovespa, utilizando o critério de administradores de clubes de investimento. Das 40 corretoras, 4 nos deram retorno, explicando que não poderiam participar da pesquisa. As demais não deram retorno.

Pelo Blog não obtivemos retorno quanto à divulgação da pesquisa. Por meio do LinkedIn o link foi enviado a 800 pessoas, sendo que 159 responderam a pesquisa, e pelo Facebook o link foi enviado a 138 pessoas, das quais 1 respondeu à pesquisa.

No total tivemos 178 respondentes.

Os convites enviados através de email e redes sociais estão apresentados no Apêndice A - Termos de solicitação para realização da pesquisa.

3.6. Matriz de amarração

Questão de pesquisa				
Qual é a intensidade em que os vieses cognitivos estão presentes na escolha dos investidores individuais no mercado de capitais brasileiro?				
Objetivos gerais				
Identificar a intensidade da presença de vieses em escolhas feitas por investidores individuais no mercado de capitais brasileiro.				
Objetivos específicos				
1) Identificar a intensidade de vieses presentes na tomada de decisão de investidores individuais no mercado de capitais brasileiro.				
2) Verificar o perfil sócio-econômico dos investidores individuais;				
3) Analisar a relação entre a intensidade de vieses e as características sócio-econômicas dos investidores;				
4) Identificar que vieses aparecem de forma mais intensa na escolha de investidores;				
Instrumento de pesquisa				
Bloco de questões	Variáveis	Questão / Assertiva	Escala	Referencial teórico
Bloco 1 - Interesse nos resultados e canal utilizado - Q1 e Q2.	Interesse	Q1- Se desejar receber os resultados desta pesquisa, por favor, preencha seu email no quadro a seguir.	-	
	-	Q2- Assinale por meio de qual canal tomou conhecimento desta pesquisa.	-	
Bloco 2 - Perfil dos respondentes - Q3 a Q10 (1 e 2).	Sexo	Q3- Sexo	(Masc./Fem.)	
	Estado Civil	Q4- Estado Civil	-	
	Idade	Q5- Idade	anos	
	Nível acadêmico	Q6- Formação acadêmica (curso completo).	-	
	Área acadêmica	Q7- Se você tem formação acadêmica superior, indique em que área. Se não, indique "Não aplicável".	-	
	Renda	Q8- Renda média mensal (individual)	-	
	Investidor	Q9- Você é investidor no mercado de capitais?	(sim/não)	
		Se sim indique há quanto tempo (anos).	anos	
	Auto avaliação (conhecimento)	Q10- Como você avalia seu conhecimento nos seguintes temas? (Considerando: 1-Nenhum e 10-Excelente)		
		Q10-A1- Contabilidade	Likert (1 a 10)	
		Q10-A2- Finanças	Likert (1 a 10)	

Instrumento de pesquisa				
Bloco de questões	Variáveis	Questão / Assertiva	Escala	Referencial teórico
Bloco 3 - Comportamento financeiro - Q11 (1 a 13); Q12 (1 a 5); Q13 (1 e 2); Q14 (1 a 7) e Q15 (1 e 2).		Q11- O que você pensa das frases abaixo sobre INVESTIMENTOS? (Considerando: 1- Discordo totalmente e 10- Concordo totalmente)		
	Teoria do perspectiva, aversão à perda	Q11-A1- Num investimento arrisco perder se há uma chance maior de ganhar.	Likert (1 a 10)	KAHNEMAN e TVERSKY (1979); MILANEZ (2003); KIMURA <i>et al</i> (2006); ROGERS <i>et al</i> (2007); YOSHINAGA <i>et al</i> (2008); FERREIRA (2011); KAHNEMAN (2012).
	Representatividade	Q11-A2- Só faço um investimento se o mercado está favorável.	Likert (1 a 10)	TVERSKY e KAHNEMAN (1974)
	Conhecimento finanças	Q11-A3- É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.	Likert (1 a 10)	-
	Representatividade	Q11-A4- Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.	Likert (1 a 10)	TVERSKY e KAHNEMAN (1974)
	Comportamento de manada	Q11-A5- Não tenho medo de errar sozinho.	Likert (1 a 10)	MORANI (2000); SHILLER (2000); FERREIRA(2008); FERREIRA (2011);
	Aversão à perda, efeito disposição, falácia dos custos irrecuperáveis	Q11-A6- Não vendo se estiver no prejuízo.	Likert (1 a 10)	KAHNEMAN e TVERSKY (1979); ARKES e BLUMER (1985); SHEFRIN e STATMAN (1985); ODEAN (1998); CASTRO JUNIOR e FAMÁ (2002); MILANEZ (2003); MACEDO Jr. (2003); KARSTEN (2005); FENG e SEASHOLES (2005); DHAR e Zhu (2006); STROUGH <i>et al</i> (2008); STROUGH <i>et al</i> (2011); FERREIRA (2011)
	Conhecimento finanças	Q11-A7- Quanto maior o risco, maior é o retorno que se espera de um investimento.	Likert (1 a 10)	
	Aversão à perda, efeito da certeza	Q11-A8- Prefiro investimentos que gerem dividendos/juros sobre capital próprio (retiradas periódicas) do que em valorização.	Likert (1 a 10)	KAHNEMAN e TVERSKY (1979); BAKER <i>et al</i> (1977); MILANEZ (2003); KIMURA <i>et al</i> (2006); ROGERS <i>et al</i> (2007); FERREIRA (2011)

Instrumento de pesquisa				
Bloco de questões	Variáveis	Questão / Assertiva	Escala	Referencial teórico
Bloco 3 - Comportamento financeiro - Q11 (1 a 13); Q12 (1 a 5); Q13 (1 e 2); Q14 (1 a 7) e Q15 (1 e 2).	Autocontrole	Q11-A9- Prefiro investimentos automáticos, via débito em conta ou desconto em folha.	Likert (1 a 10)	THALER e SHEFRIN (1985);
	Contabilização mental	Q11-A10- Prefiro analisar cada um de meus investimentos de forma separada.	Likert (1 a 10)	THALER (1985); SHEFRIN e STATMAN (1985); LIMA (2003); SHAFIR e THALER (2006); FERREIRA (2011);
	Falácia dos custos irre recuperáveis	Q11-A11- Se uma empresa em que investi muito está com queda no valor das ações, prefiro manter o investimento para tentar recuperar o valor.	Likert (1 a 10)	ARKES e BLUMER (1985); SHEFRIN e STATMAN (1985); CASTRO JR. E FAMÁ (2002); STROUGH et al (2008); STROUGH et al (2011)
	Viés de confirmação	Q11-A12- Prefiro não olhar meus investimentos quando fico sabendo que o mercado está em queda.	Likert (1 a 10)	KORIAT et al (1980); MILANEZ (2003); EARL (2005); FERREIRA (2008); BAZERMAN (2010); FERREIRA (2011)
	Racionalidade/intensidade de uso de demonstrações	Q11-A13- Para decidir em que empresa investir, utilizo demonstrações contábeis/relatórios financeiros como fonte de informação.	Likert (1 a 10)	-
		Q12- O que você pensa das frases abaixo sobre CONSUMO?		
	Ancoragem	Q12-A1- O desconto em relação à tabela é uma referência útil na compra.	Likert (1 a 10)	TVERSKY e KAHNEMAN (1974); BOGEA e CAMPOS BARROS (2008); FERREIRA (2011)
	Autocontrole	Q12-A2- Se não tenho uma prestação a pagar, não consigo comprar o que desejo.	Likert (1 a 10)	THALER e SHEFRIN (1985);
	Viés do <i>Status quo</i>	Q12-A3- Demoro a cancelar serviços que não uso.	Likert (1 a 10)	SAMUELSON E ZECKHAUSER (1988); KAHNEMANN, KNETSCH E THALER (1991); MACEDO Jr. (2003); FERREIRA(2008); FERREIRA (2011);
	Comportamento de manada	Q12-A4- Gosto de seguir as tendências de mercado.	Likert (1 a 10)	MORANI (2000); SHILLER (2000); FERREIRA(2008); FERREIRA (2011);
	Viés do <i>Status quo</i>	Q12-A5- Pesquiso o plano de serviços que melhor me atende e mudo assim que posso ganhar algo.	Likert (1 a 10)	SAMUELSON E ZECKHAUSER (1988); KAHNEMANN, KNETSCH E THALER (1991); MACEDO Jr. (2003); FERREIRA(2008); FERREIRA (2011);

Instrumento de pesquisa				
Bloco de questões	Variáveis	Questão / Assertiva	Escala	Referencial teórico
Bloco 3 - Comportamento financeiro - Q11 (1 a 13); Q12 (1 a 5); Q13 (1 e 2); Q14 (1 a 7) e Q15 (1 e 2).	Excesso de negociação; viés de <i>status quo</i>	Q13-A1- Investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros)	-	SAMUELSON E ZECKHAUSER (1988); KAHNEMANN, KNETSCH E THALER (1991); SHILLER (2000); MACEDO Jr. (2003); MILANEZ (2003); FERREIRA(2008); FERREIRA (2011); BARBER e ODEAN (2011);
	Viés de confirmação	Q13-A2- Dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras)	-	KORIAT et al (1980); MILANEZ (2003); EARL (2005); FERREIRA (2008); BAZERMAN (2010); FERREIRA (2011)
	Razão e emoção	Q14- Qual a importância que você atribui às fontes listadas a seguir para o processo decisório de investimentos financeiros? Considerando: 1- Nenhuma importância e 10- Extrema importância.		
	Razão e emoção	Q14-A1- Conselho de amigos.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A2- Conselho de especialistas.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A3- Informações diretas das companhias.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A4- Jornais e revistas.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A5- Publicações especializadas.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A6- Relatórios contábeis e financeiros.	Likert (1 a 10)	
	Razão e emoção	Q14-A7- Rumores de mercado.	Likert (1 a 10)	

Instrumento de pesquisa				
Bloco de questões	Variáveis	Questão / Assertiva	Escala	Referencial teórico
Bloco 3 - Comportamento financeiro - Q11 (1 a 13); Q12 (1 a 5); Q13 (1 e 2); Q14 (1 a 7) e Q15 (1 e 2).		Q15- O que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção?		FAMA (1970); TVERSKY e KAHNEMAN (1974; 1979); STATMAN (1999)
	Excesso de confiança	Q15-A1- Meu comportamento.	-	KAHNEMAN e RIEPE (1998); SHILLER (2000); BARBER e ODEAN (2001); FERREIRA e YU (2003); KIMURA e BASSO (2003); LI <i>et al</i> (2006); FERREIRA (2008); BOGEA e CAMPOS BARROS (2008); BARBER e ODEAN (2011); FERREIRA (2011); CHAVES e PIMENTA (2013)
	Excesso de confiança	Q15-A2- O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola.	-	KAHNEMAN e RIEPE (1998); SHILLER (2000); BARBER e ODEAN (2001); FERREIRA e YU (2003); KIMURA e BASSO (2003); LI <i>et al</i> (2006); FERREIRA (2008); BOGEA e CAMPOS BARROS (2008); BARBER e ODEAN (2011); FERREIRA (2011); CHAVES e PIMENTA (2013)

3.7. Interpretação das respostas

Para a análise dos resultados que foram obtidos foi utilizada a estatística descritiva. Conforme Theóphilo e Martins (2009) a estatística descritiva possibilita a compreensão dos resultados, para este tipo de pesquisa, por meio de sumarizações dos dados, com a utilização de gráficos e tabelas.

A interpretação dos resultados ocorreu da seguinte forma: o grau de concordância com as respostas (discorda-concorda) indicou a intensidade presente na decisão dos investidores. Para efetuar a análise as respostas foram agrupadas da seguinte forma: o primeiro agrupamento de notas entre 1 e 4 atribuídas pelos respondentes, o segundo agrupamento com notas de 5 a 7 atribuídas pelos respondentes e o terceiro agrupamento com notas de 8 a 10 atribuídas pelos

respondentes. A correspondência de intensidade (alta, média ou baixa) a cada agrupamento de nota varia de acordo com cada viés analisado, ou seja, dependendo da forma como a questão foi efetuada, a intensidade ora será considerada baixa para o primeiro agrupamento, ora será considerada alta, conforme a seguir:

Comportamento financeiro – Q11 (A1-A13) - O que você pensa das frases abaixo sobre investimentos?

Teoria da perspectiva, aversão à perda	Q11-A1- Num investimento arrisco perder se há uma chance maior de ganhar.	1 a 4 - alta intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - baixa intensidade
Representatividade	Q11-A2- Só faço um investimento se o mercado está favorável.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Conhecimento finanças	Q11-A3- É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.	1 a 4 - maior conhecimento 8 a 10 - menor conhecimento
Representatividade	Q11-A4- Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Comportamento de manada	Q11-A5- Não tenho medo de errar sozinho.	1 a 4 - alta intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - baixa intensidade
Aversão à perda, efeito disposição, falácia dos custos irreversíveis	Q11-A6- Não vendo se estiver no prejuízo.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Conhecimento finanças	Q11-A7- Quanto maior o risco, maior é o retorno que se espera de um investimento.	1 a 4 - menor conhecimento 8 a 10 - maior conhecimento

Aversão à perda, efeito da certeza	Q11-A8- Prefiro investimentos que gerem dividendos/juros sobre capital próprio (retiradas periódicas) do que em valorização.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Autocontrole	Q11-A9- Prefiro investimentos automáticos, via débito em conta ou desconto em folha.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Contabilização mental	Q11-A10- Prefiro analisar cada um de meus investimentos de forma separada.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Falácia dos custos irre recuperáveis	Q11-A11- Se uma empresa em que investi muito está com queda no valor das ações, prefiro manter o investimento para tentar recuperar o valor.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Viés de confirmação	Q11-A12- Prefiro não olhar meus investimentos quando fico sabendo que o mercado está em queda.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Racionalidade/intensidade de uso de demonstrações	Q11-A13- Para decidir em que empresa investir, utilizo demonstrações contábeis/relatórios financeiros como fonte de informação.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade

Comportamento financeiro – Q12 (A1-A5) - O que você pensa das frases abaixo sobre consumo?

Ancoragem	Q12-A1- O desconto em relação à tabela é uma referência útil na compra.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
-----------	---	---

Autocontrole	Q12-A2- Se não tenho uma prestação a pagar, não consigo comprar o que desejo.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Viés do <i>Status quo</i>	Q12-A3- Demoro a cancelar serviços que não uso.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Comportamento de manada	Q12-A4- Gosto de seguir as tendências de mercado.	1 a 4 - baixa intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - alta intensidade
Viés do <i>Status quo</i>	Q12-A5- Pesquiso o plano de serviços que melhor me atende e mudo assim que posso ganhar algo.	1 a 4 - alta intensidade 5 a 7 - média intensidade 8 a 10 - baixa intensidade

Comportamento financeiro – Q13 (A1-A2) - Com que frequência você revê seus valores de:

Excesso de negociação; viés de <i>status quo</i>	Q13-A1- Investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros)	Excesso de negociação: <ul style="list-style-type: none"> revisão diária/semanal: alta intensidade. Viés de <i>status quo</i> : <ul style="list-style-type: none"> anual: alta intensidade; diária/semanal: baixa intensidade
Viés de confirmação	Q13-A2- Dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras)	Revisão diária/semanal: baixa intensidade Revisão anual/nunca: alta intensidade

Comportamento financeiro – Q14 (A1-A7) - Importância de fontes ao processo decisório:

Razão e emoção	Q14-A1- Conselho de amigos.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância
----------------	-----------------------------	--

		8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A2- Conselho de especialistas.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A3- Informações diretas das companhias.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A4- Jornais e revistas.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A5- Publicações especializadas.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A6- Relatórios contábeis e financeiros.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância
Razão e emoção	Q14-A7- Rumores de mercado.	1 a 4 - baixa importância 5 a 7 - média importância 8 a 10 - alta importância

Comportamento financeiro – Q15 (A1 e A2 – analisadas em conjunto) - O que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção?

Excesso de confiança	Q15-A1- Meu comportamento.	Só razão; mais razão: alta intensidade Mais emoção, só emoção: baixa intensidade.
Excesso de confiança	Q15-A2- O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola.	Só razão; mais razão: baixa intensidade Mais emoção, só emoção: alta intensidade.

3.8. Limitação do trabalho

São limitadores ao escopo deste estudo o acesso aos investidores no processo de obtenção de informações de caráter primário. Além disso, no Brasil não existe uma cultura forte de participação em pesquisas acadêmicas, o que pode ter dificultado o retorno à pesquisa.

Como a amostra foi selecionada intencionalmente através de um critério, ela é considerada como amostragem intencional, e por ser um método de amostragem não probabilístico, não é possível generalizar os resultados da amostra para a população.

A escolha das variáveis é uma limitação da pesquisa, pois dentro do campo de finanças comportamentais são inúmeros os vieses identificados em estudos anteriores, portanto buscou-se verificar a intensidade de alguns desses vieses.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos com a pesquisa efetuada, sendo explicados através de análise descritiva.

4.1. Informações gerais sobre os dados coletados

Neste trabalho os dados foram coletados através de questionário aplicado por meio eletrônico. O questionário aplicado estava subdividido em 3 blocos, conforme abaixo:

- Bloco 1 – Interesse nos resultados e canal utilizado – Q1 e Q2;
- Bloco 2 – Perfil dos respondentes – Q3 a Q10;
- Bloco 3 – Comportamento financeiro:
 - Investimentos – Q11 (1 a 13);
 - Consumo – Q12 (1 a 5);
 - Frequência de revisão de valores – Q13 (1 e 2);
 - Importância de fontes ao processo decisório – Q14 (1 a 7);
 - Razão e emoção – Q15 (1 e 2).

Na sequência serão detalhados os dados obtidos em cada um dos blocos através dos questionários coletados.

4.1.1. Distribuição e retorno de respostas do questionário

Conforme mencionado anteriormente, os questionários foram distribuídos por meio da ABRAPP, pela qual se tinha um público estimado de 5000 pessoas¹⁶, por meio do LinkedIn, pelo qual foram enviados 800 questionários, e por meio do Facebook, pelo qual foram enviados 138 questionários.

No total recebemos o retorno de 178 respondentes:

¹⁶ Público estimado por Cotrim (2012) em pesquisa realizada ao final de 2011.

Tabela 1 - Retorno de respostas por canal de distribuição

Canal de distribuição	Público estimado*	Retorno	Índice de retorno
ABRAPP	5000	18	0,36%
LINKEDIN	800	159	19,88%
FACEBOOK	138	1	0,72%
Total	5938	178	3,00%

*público estimado da ABRAPP baseado em pesquisa de COTRIM (2012); os números referentes ao LINKEDIN e ao FACEBOOK correspondem aos convites enviados.

Do total de respondentes, 128 demonstraram interesse em receber os resultados da pesquisa. Conforme informado nos convites, após a finalização do processo de defesa desta dissertação, os resultados serão enviados a todos aqueles que informaram o email, bem como à ABRAPP pelo apoio à pesquisa.

4.1.2. Análise da base de dados e validação dos questionários respondidos

Como a utilização dos questionários para análise dos dados dependia de seu preenchimento completo, foi efetuada a validação dos questionários recebidos.

No total recebemos o retorno de 178 respondentes. Desse número, 21 respondentes não finalizaram o questionário, tendo por vezes respondido apenas o bloco de perfil do respondente, ou parte desse bloco, não prosseguindo para as questões sobre comportamento. Por esse motivo, estes questionários foram descartados.

Tabela 2 - Questionários válidos por canal de distribuição (1)

Canal de distribuição	Retorno	Válidos*	Excluídos
ABRAPP	18	12	6
LINKEDIN	159	144	15
FACEBOOK	1	1	0
Total	178	157	21

*primeira análise de questionários válidos.

Dos 157 respondentes que preencheram o questionário completamente, 80 são investidores no mercado de capitais (50,96%) e 77 não são investidores (49,04%)¹⁷. Como o foco da pesquisa

¹⁷ Um dos respondentes disse não ser investidor no mercado de capitais, contudo informou há quantos anos é investidor (sendo tempo significativo). Dessa forma este respondente foi considerado como investidor.

são os investidores, as respostas destes serão o foco da análise¹⁸. Dessa forma, foram utilizados 80 questionários para análise dos dados, sendo estes os questionários “válidos”¹⁹.

Tabela 3 - Questionários válidos por canal de distribuição (2) - investidores

Canal de distribuição	Válidos (1)	Investidores*	Não investidores
ABRAPP	12	6	6
LINKEDIN	144	73	71
FACEBOOK	1	1	0
Total	157	80	77

*Os questionários válidos passam a ser àqueles respondidos por investidores.

4.2. Perfil dos respondentes

O bloco 2 do questionário referia-se ao perfil dos respondentes, sendo composto pelas seguintes questões (Q3 – Q10):

- Q3 – Sexo?
- Q4 – Estado civil?
- Q5 – Idade?
- Q6 – Formação acadêmica (curso completo)?
- Q7 – Se você tem formação acadêmica superior, indique em que área. Se não, indique "Não aplicável".
- Q8 – Renda média mensal individual?
- Q9 – Você é investidor no mercado de capitais? Se sim indique há quantos anos.
- Q10 – Como você avalia seu conhecimento nos seguintes temas: Contabilidade e Finanças?

Do subitem 4.2.1. ao 4.2.8 são apresentados as respostas obtidas com relação ao perfil dos respondentes. Como o foco da pesquisa é investidores individuais, as questões sobre os respondentes serem ou não investidores no mercado de capitais e o tempo de envolvimento deles com o mercado serão apresentadas primeiramente.

¹⁸ Os dados obtidos com as respostas dos não investidores no mercado de capitais foram demonstrados no Apêndice E – Análise das respostas de não investidores no mercado de capitais.

¹⁹ Um dos investidores não informou sua faixa de renda, e quatro dos investidores não informaram há quanto tempo são investidores no mercado de capitais, contudo entende-se que isso não invalida os questionários respondidos, portanto foram utilizados na análise dos dados.

4.2.1. Investidor ou não investidor no mercado de capitais

Conforme explicado anteriormente, os investidores individuais são o foco deste trabalho, portanto, foi questionado aos respondentes se eram ou não investidores no mercado de capitais. Essa questão foi utilizada para determinar quais questionários recebidos seriam avaliados. Portanto, a partir dela, apenas as respostas dos indivíduos que possuem envolvimento com o mercado de capitais serão analisadas.

Gráfico 1 - Investidores x não investidores

O número de investidores que responderam ao questionário corresponde a 50,96% do total de respondentes, ou 80 investidores, enquanto que 49,04% não são investidores.

Dos 77 respondentes que não são investidores, 53 são do sexo masculino enquanto que 24 são do sexo feminino; apenas 1 pessoa possui ensino médio, portanto 76 pessoas possuem nível superior completo, sendo 26 de graduação, 35 de especialização, 15 de mestrado e nenhum de doutorado ou pós-doutorado. Dos que possuem formação superior, a maior parte está concentrada na área de ciências sociais, sendo 32 em Contabilidade, 25 em Administração e 5 em Economia. Também tiveram respondentes da área de Engenharia (4), Matemática e Estatística (4), Publicidade e Propaganda (1), Tecnologia da Informação (3) e Segurança da Informação (1). Um dos respondentes não identificou sua área de formação.

Gráfico 2 - Respondentes não investidores – separação por sexo

Gráfico 3 - Nível acadêmico de não investidores

Gráfico 4 - Área de formação acadêmica de não investidores

Sobre o estado civil dos não investidores percebe-se que a maior parte deles é casado (57%), o que estaria de acordo com pesquisas que explicam que pessoas casadas tendem a preferir mais segurança e estabilidade nos investimentos. Contudo, como será demonstrado posteriormente, a proporção de investidores casados é ainda maior para investidores (59%), o que poderia ser explicado pelo tempo de envolvimento deles com o mercado de capitais.

Gráfico 5 - Estado civil de não investidores

Quanto à idade de não investidores, ela varia entre 22 e 63 anos, tendo maior concentração na faixa de 30 a 39 anos (completos).

Gráfico 6 - Idade de não investidores

Sobre os investidores, os dados serão analisados a seguir.

4.2.2. Tempo como investidor no mercado de capitais

Conforme mencionado, a partir desta questão são analisados apenas os 80 questionários válidos.

Para aqueles respondentes que informaram serem investidores do mercado de capitais, foi solicitado que também informassem há quanto tempo são investidores, para que posteriormente fosse feita comparação entre a intensidade dos vieses apresentados em relação ao tempo no mercado de capitais.

Com esta questão foram obtidos os seguintes resultados:

Gráfico 7 - Tempo como investidor no mercado de capitais

Conforme o Gráfico 7, a maior parte investidores analisados efetua investimentos no mercado de capitais há no máximo 15 anos, sendo ainda mais concentrado até 10 anos.

Quando analisado o tempo há que investem no mercado de capitais em relação ao sexo dos respondentes, verifica-se que tanto para homens quanto para mulheres o tempo de investimento está concentrado nas primeiras faixas, ou seja, até 20 anos, sendo que há 12 homens que informam investir no mercado há mais tempo que o indicado anteriormente, enquanto que nenhuma mulher disse investir há mais do que 20 anos. Isso é condizente com os dados da BM&FBOVESPA que evidenciam um crescimento do público feminino como investidor no mercado nos últimos anos, que até então não era muito presente nesse mercado.

Tabela 4 - Tempo de investimento no mercado de capitais x sexo dos investidores

Tempo de investimento no mercado de capitais	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
de 0 a 5 anos	18	24,66%	2	28,57%	20	25,00%
> 5 a 10 anos	21	28,77%	1	14,29%	22	27,50%
> 10 a 15 anos	11	15,07%	3	42,86%	14	17,50%
> 15 a 20 anos	7	9,59%	1	14,29%	8	10,00%
> 20 a 25 anos	4	5,48%	0	0,00%	4	5,00%
> 25 a 30 anos	6	8,22%	0	0,00%	6	7,50%
> 30 a 35 anos	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
> 35 a 40 anos	2	2,74%	0	0,00%	2	2,50%
Não informado	4	5,48%	0	0,00%	4	5,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

4.2.3. Sexo

Dos 80 investidores que responderam a pesquisa, apenas 7 são do sexo feminino, representando 9% do total desses investidores. Assim como exposto anteriormente no tempo de envolvimento com o mercado de capitais, o público feminino que passou a investir no mercado vem crescendo ao longo dos anos, contudo no grupo analisado percebe-se a predominância masculina (91%) em nível superior ao que é apresentado pela BM&FBOVESPA, em que 74,67% dos investidores no mercado brasileiro são do sexo masculino. (BM&FBOVESPA, 2013c)

Gráfico 8 - Respondentes investidores – separação por sexo

4.2.4. Estado Civil

Com relação ao estado civil dos investidores, 65 % deles são casados ou tem união estável, 31% deles são solteiros, 1% é separado e 3% são viúvos.

Gráfico 9 - Estado civil de investidores

Como mencionado na análise dos dados de não investidores, a quantidade de pessoas casadas dentre os investidores foi superior a daqueles.

4.2.5. Idade

Enquanto que a idade dos não investidores variou de 22 a 63 anos, tendo maior concentração na faixa de 30 a 39 anos (completos), a idade dos investidores variou de 20 a 64 anos, tendo maiores concentrações nas faixas de 40 a 49 anos (29%) e de 50 a 59 anos (26%).

Gráfico 10 - Idade de investidores

Comparativamente aos dados da BM&FBOVESPA (2013c) quanto às idades dos investidores, a concentração é similar.

Quando comparadas as faixas de idade com o sexo dos investidores, verifica-se que, para o sexo masculino o volume de investidores é maior a partir de 40 anos de idade, enquanto que para as mulheres, apesar de ter sido um baixo número de respondentes investidores do sexo feminino, verifica-se o movimento contrário, ou seja, um maior número de investidoras abaixo de 50 anos de idade, conforme apontado na Tabela 5.

Tabela 5 - Relação entre idade e sexo dos investidores

Idade	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
de 20 a 29 anos	16	21,92%	2	28,57%	18	22,50%
> 29 a 39 anos	14	19,18%	2	28,57%	16	20,00%
> 39 a 49 anos	20	27,40%	3	42,86%	23	28,75%
> 49 a 59 anos	21	28,77%	0	0,00%	21	26,25%
> 59 anos	2	2,74%	0	0,00%	2	2,50%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

4.2.6. Formação acadêmica (nível acadêmico)

Dos investidores que responderam a pesquisa, 95 % possuem nível superior completo, sendo que 24% possuem graduação, 37% especialização, 29% mestrado, 1% doutorado e 4% pós-doutorado.

Gráfico 11 - Nível acadêmico de investidores

4.2.7. Área de formação acadêmica

Assim como para os não investidores, os investidores também se concentraram na área de ciências sociais, apesar de com menor proporção (65,00% do total de investidores), sendo 24% da área de Administração, 24% de Contabilidade²⁰, 17% de Economia. Entre as demais áreas, destaca-se o número de investidores com formação em Engenharia e T.I., sendo eles 9 e 5 investidores, representando 11% e 6% do total, respectivamente.

Gráfico 12 - Área de formação acadêmica de investidores

O grupo “outros” foi composto por investidores com formação em Direito (2), Jornalismo (2); Matemática e Estatística (2), Física (1), Turismo (2) e Planejamento estratégico (1).

4.2.8. Renda média mensal individual

Com relação à renda média mensal individual, mais da metade dos investidores (51%) informaram possuir renda superior a R\$ 10.000,00, o que pode ser justificado conjuntamente pela idade e nível de formação acadêmica, já que a maior parte dos investidores está

²⁰ Houve um respondente da área de atuária, mas para efeito de análise, para não agrupá-lo em “outros”, decidiu-se por incluí-lo no grupo de contabilidade.

concentrada na faixa de idade superior a 39 anos, e a maior parte possui cursos de especialização ou mestrado.

Gráfico 13 - Renda média mensal individual de investidores

Gráfico 14 - Renda e formação acadêmica de investidores

Gráfico 15 - Renda e idade de investidores

4.2.9. Auto-avaliação do conhecimento em Contabilidade e Finanças

A questão sobre auto-avaliação em contabilidade e finanças foi inserida no questionário com objetivo de identificar a percepção dos investidores sobre seu próprio conhecimento nestes campos, para posteriormente cruzá-la com outras duas questões destas áreas²¹, comparando então a percepção do investidor com o conhecimento apresentado nas outras questões.

Foi possível verificar que tanto para Contabilidade quanto para Finanças a maioria dos investidores indicou possuir alto conhecimento, sendo que mais de 70% deles atribuíram 7 ou mais para Contabilidade e mais de 85% deles atribuíram 7 ou mais para Finanças.

²¹ Questões Q11-A3- É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio; e Q11-A7- Quanto maior o risco, maior é o retorno que se espera de um investimento.

Gráfico 16 - Auto-avaliação do conhecimento em contabilidade e finanças

Essa auto-avaliação era esperada já que 65% do total de investidores possuem formação acadêmica em Contabilidade, ou Administração, ou Economia, no entanto, percebe-se que muitos investidores com outras formações acadêmicas descrevem possuir alto conhecimento em contabilidade e finanças, como, por exemplo, profissionais da área de Direito e Engenharia.

Tabela 6 - Auto-avaliação em Contabilidade x área de formação acadêmica

Área de formação	Auto-avaliação em Contabilidade										Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Administração			1		2	2	5	6	1	2	19
Contabilidade						1	2	6	6	4	19
Direito									2		2
Economia	1			1	1	1	6	4			14
Engenharia	1				1		4	2	1		9
Física								1			1
Jornalismo	1					1					2
Matemática								1	1		2
Planejamento estratégico						1					1
T.I.			1		1	1	1	1			5
Turismo					1			1			2
Não Aplicável			1	1	1			1			4
Total	3	0	3	2	7	7	18	23	11	6	80

Tabela 7 - Auto-avaliação em Finanças x área de formação acadêmica

Área de formação	Auto-avaliação em Finanças										Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Administração					1		2	10	1	5	19
Contabilidade						2	4	8	4	1	19
Direito									1	1	2
Economia					1	1	2	6	2	2	14
Engenharia					2		1	3	3		9
Física									1		1
Jornalismo						1	1				2
Matemática									2		2
Planejamento estratégico					1						1
T.I.			1				2	1	1		5
Turismo								1	1		2
Não Aplicável						1		3			4
Total	0	0	1	0	5	5	12	32	16	9	80

Finalizada a análise sobre o perfil dos respondentes, a seguir serão explicados os dados obtidos com relação à intensidade dos vieses cognitivos percebidos nas escolhas dos investidores. Foi adotado para este trabalho o seguinte critério: o primeiro agrupamento de notas atribuídas pelos respondentes entre 1 e 4, o segundo agrupamento com notas atribuídas pelos respondentes de 5 a 7 e o terceiro agrupamento com notas atribuídas pelos respondentes de 8 a 10, sendo que a correspondência de intensidade (alta, média ou baixa) a cada agrupamento de nota varia de acordo com cada viés analisado, ou seja, dependendo da forma como a questão foi efetuada, a intensidade ora será considerada baixa para o primeiro agrupamento, ora será considerada alta. Isso será evidenciado para cada uma das questões.

4.3. Comportamento financeiro – investimentos

No bloco 3, o primeiro segmento corresponde a investimentos, sendo composto por 13 questões (Q11-A1 a Q11-A13). Em cada uma dessas questões pretendeu-se identificar a intensidade da presença de vieses cognitivos nas escolhas dos investidores. A seguir serão apresentados os dados encontrados para cada um desses vieses.

4.3.1. Aversão à perda

Q11-A1- Num investimento arrisco perder se há uma chance maior de ganhar.

Com esta questão buscou-se observar se, em um cenário em que a possibilidade de ganho é maior que a perda, os investidores arriscam a perder para obter maiores ganhos, ou se possuem aversão à perda.

Um maior grau de concordância com a afirmação indicaria menor intensidade de aversão à perda, enquanto que um menor grau de concordância indicaria maior intensidade dessa aversão.

Conforme o gráfico abaixo, 41,25% dos investidores apresentaram predominância de uma intensidade média desse viés, e para aproximadamente 19% dos investidores a intensidade da aversão à perda foi alta. 40% dos investidores apresentaram baixa intensidade do viés.

Gráfico 17 - Intensidade de aversão à perda em investidores

Do público feminino, a maior concentração deu-se na faixa de intensidade média. Para o sexo masculino, no entanto, a mesma proporção de investidores apresentou média ou baixa intensidade do viés (41,10%).

Tabela 8 - Intensidade de aversão à perda de acordo com sexo de investidores

Intensidade de aversão à perda	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (alta)	13	17,81%	2	28,57%	15	18,75%
5 a 7 (média)	30	41,10%	3	42,86%	33	41,25%
8 a 10 (baixa)	30	41,10%	2	28,57%	32	40,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

A forte concordância com a afirmativa, ou seja, o investidor afirmar que arrisca perder se puder ganhar, poderia caracterizar excesso de confiança por parte dos investidores.

Quando comparada a intensidade de aversão à perda ao tempo como investidor (experiência no mercado de capitais), verifica-se que pessoas com experiência superior a 20 anos não apresentam alta intensidade de aversão à perda, enquanto que investidores com tempo de experiência inferior a 20 anos apresentam intensidades diversas do viés.

Gráfico 18 - Intensidade de aversão à perda de acordo com tempo como investidor

4.3.2. Representatividade

Q11-A2- Só faço um investimento se o mercado está favorável.

Com esta questão, buscou-se verificar se por uma generalização do mercado, através de um *status* (mercado estar favorável), e sem considerar qualquer outro tipo de informação, os investidores apresentavam uma alta intensidade do viés de representatividade.

Um maior grau de concordância com a afirmação indicaria maior intensidade de representatividade, enquanto que um menor grau de concordância indicaria menor intensidade.

Para esta afirmação, a concentração das repostas foi em discordância, composta por 46,25% dos investidores, o que indica uma baixa intensidade do viés de representatividade. Para 35% dos investidores a intensidade é média e para 18,75% ela é alta.

Gráfico 19 - Intensidade de representatividade em investidores - 1

Tanto para os homens quanto para as mulheres a concentração dá-se para a baixa intensidade do viés, sendo que proporcionalmente as mulheres apresentaram menor intensidade do viés.

Tabela 9 - Intensidade de representatividade de acordo com sexo de investidores - 1

Intensidade de representatividade - 1	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	33	45,21%	4	57,14%	37	46,25%
5 a 7 (média)	26	35,62%	2	28,57%	28	35,00%
8 a 10 (alta)	14	19,18%	1	14,29%	15	18,75%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Em relação ao tempo como investidor, verifica-se que aqueles com maior tempo no mercado apresentam menor intensidade do viés, já que para investidores há mais de 20 anos não foi identificada alta intensidade do viés, enquanto que quanto menor o tempo como investidor, maior foi o percentual de pessoas que apresentou alta intensidade do viés. (Apesar de no geral a intensidade do viés ter sido baixa).

Gráfico 20 - Intensidade de representatividade x tempo como investidor - 1

Q11-A4- Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.

Com esta afirmativa também se buscou identificar a intensidade do viés de representatividade, sendo a interpretação similar a da questão anterior.

Assim como na afirmativa anterior, a baixa intensidade do viés é predominante, com a percepção de 48,75% dos investidores, a média intensidade está presente em 35% dos investidores, e a intensidade é alta para apenas 16,25% dos investidores.

Gráfico 21 - Intensidade de representatividade em investidores - 2

Mais uma vez, a concentração tanto de homens quanto de mulheres é na baixa intensidade do viés, sendo que, para esta afirmativa, a concentração na menor intensidade do viés foi ainda mais alta.

Tabela 10 - Intensidade de representatividade de acordo com sexo de investidores - 2

Intensidade de representatividade - 2	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	34	46,58%	5	71,43%	39	48,75%
5 a 7 (média)	27	36,99%	1	14,29%	28	35,00%
8 a 10 (alta)	12	16,44%	1	14,29%	13	16,25%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Comparado ao tempo como investidor, a alta intensidade do viés esteve mais presente para aqueles com menor tempo (assim como na questão anterior), com exceção da faixa maior que 25 a 30 anos como investidor, em cuja faixa 16,67% apresentou alta intensidade do viés.

Gráfico 22 - Intensidade de representatividade x tempo como investidor - 2

As afirmativas utilizadas para identificar a intensidade da representatividade apontavam para utilização de um possível estereótipo para tomar decisão, que seria considerar que apenas quando o mercado está favorável é que fariam o investimento, ou que àqueles que já tinham sido investimentos rentáveis é que teriam a preferência do investidor. Foi verificado, em ambos os casos, que a baixa intensidade desse viés é predominante.

4.3.3. Conhecimento em contabilidade e finanças

Como mencionado anteriormente no perfil dos investidores no item de auto-avaliação em Contabilidade e Finanças (4.2.9.), as questões a seguir buscaram identificar o conhecimento dos investidores nessas áreas para cruzar esta informação com a percepção que eles possuíam sobre seu conhecimento.

Q11-A3- É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.

Maior discordância com essa afirmativa indicaria maior conhecimento em Contabilidade e Finanças, enquanto que maior concordância indicaria menor conhecimento.

Conforme o gráfico abaixo, 46,25% dos investidores apontaram maior discordância com a afirmativa, demonstrando, portanto maior conhecimento nessa área.

Gráfico 23 - Conhecimento em contabilidade e finanças - 1

No entanto, para essa afirmação esperava-se que o percentual de discordância fosse maior, já que na auto-avaliação efetuada pelos investidores mais de 70% deles indicou alto conhecimento em contabilidade e finanças.

Pela área de formação acadêmica, de modo geral, a auto-avaliação é condizente com as respostas fornecidas para esta questão, com exceção daqueles formados em economia, que

apontaram uma auto-avaliação mais alta tanto para contabilidade quanto para finanças, mas foram os que apresentaram maior concordância com a afirmativa, indicando menor conhecimento do que o percebido por eles.

Gráfico 24 - Conhecimento em contabilidade e finanças x área de formação acadêmica - 1

Q11-A7- Quanto maior o risco, maior é o retorno que se espera de um investimento.

Para esta afirmativa, condizente com a auto-avaliação efetuada pelos respondentes, 78,75% deles demonstram ter maior conhecimento em contabilidade e finanças.

Gráfico 25 - Conhecimento em contabilidade e finanças - 2

Gráfico 26 - Conhecimento em contabilidade e finanças x auto-avaliação

Para esta afirmativa, a maior parte dos investidores demonstrou maior conhecimento em contabilidade e finanças, sendo que, com exceção de jornalismo, para todas as áreas um maior conhecimento foi predominante.

Gráfico 27 - Conhecimento em contabilidade e finanças x área de formação acadêmica - 2

4.3.4. Comportamento de manada

Q11-A5- Não tenho medo de errar sozinho.

Diversos estudos explicam que as pessoas tendem a ter medo de errar sozinho e por esse motivo acabam seguindo o comportamento de outros para tomar uma decisão, mesmo que a decisão alheia não seja a mais adequada, nem a ideal para determinada pessoa. Mesmo assim, acabam apresentando comportamento de manada.

Com essa afirmativa, buscou-se verificar se, pela percepção do investidor, a intensidade do comportamento de manada era alta, mas, conforme apresentado no gráfico abaixo, a concentração ocorre na concordância com a afirmativa, indicando baixa intensidade do viés para 53,75% dos investidores.

Gráfico 28 - Intensidade de comportamento de manada em investidores - 1

Mais uma vez, a alta discordância com a afirmativa pode estar relacionada ao excesso de confiança que algumas pessoas podem apresentar.

Quando verificada a intensidade do viés de acordo com o sexo do investidor, para o sexo masculino a intensidade é menor.

Tabela 11 - Intensidade de comportamento de manada x sexo de investidores - 1

Intensidade de comportamento de manada	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (alta)	14	19,18%	2	28,57%	16	20,00%
5 a 7 (média)	18	24,66%	3	42,86%	21	26,25%
8 a 10 (baixa)	41	56,16%	2	28,57%	43	53,75%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Com relação ao tempo como investidor no mercado de capitais não houve faixa de tempo em que a alta intensidade tenha sido proporcionalmente maior que a baixa e a média, sendo que a intensidade apresentada por tempo como investidor foi bastante diversa.

Gráfico 29 - Intensidade de comportamento de manada x tempo como investidor -1

4.3.5. Aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irrecuperáveis

Conforme estudos nas finanças comportamentais, devido à aversão à perda e medo de arrependimento, algumas pessoas acabam por manter em sua carteira, por muito tempo, investimentos que estão com prejuízo (efeito disposição), e por vezes, inclusive, despendendo mais recursos com a esperança de recuperar determinado valor (falácia dos custos irrecuperáveis).

Para identificar a intensidade desses vieses foi utilizada a seguinte negativa:

Q11-A6- Não vendo se estiver no prejuízo.

Observou-se que para 46,26% dos investidores a intensidade do viés é baixa, já que eles vendem se estiverem com prejuízo. Para 26,25% dos investidores a intensidade é média e para 27,50% a intensidade é alta, indicando forte aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irrecuperáveis.

Gráfico 30 - Intensidade de aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irrecuperáveis em investidores

Tanto para o sexo masculino quanto para o feminino predominou a intensidade baixa do viés.

Tabela 12 - Intensidade de vieses x sexo de investidores

Intensidade de vieses	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	34	46,58%	3	42,86%	37	46,25%
5 a 7 (média)	19	26,03%	2	28,57%	21	26,25%
8 a 10 (alta)	20	27,40%	2	28,57%	22	27,50%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Para investidores com mais de 25 anos no mercado de capitais observou-se menor intensidade do viés, apesar de para as demais faixas de tempo as intensidades serem diversas.

Gráfico 31 - Intensidade do efeito disposição x tempo como investidor

4.3.6. Aversão à perda e efeito certeza

Para verificar a intensidade de aversão à perda e do efeito certeza, que é a preferência das pessoas em ter um ganho certo, porém menor, do que um ganho com alta probabilidade de ganho, porém maior, foi utilizada a seguinte afirmativa:

Q11-A8- Prefiro investimentos que gerem dividendos/juros sobre capital próprio (retiradas periódicas) do que em valorização.

A preferência por investimentos com retiradas periódicas retrataria uma maior intensidade do efeito certeza, e isso foi observado em 28,75% dos investidores, que apresentaram maior intensidade desse efeito. 51,25% dos investidores apresentaram uma intensidade média, que foi a maior concentração, e 20% apresentou baixa intensidade do viés. Simultaneamente, essa preferência poderia indicar possível aversão à perda, já que quando você tem investimentos que negocia para obter ganhos com valorização, há chance de eles desvalorizarem, levando ao investidor a realizar perdas (ou mantê-las). Dessa forma, a intensidade para a aversão a perda nesta situação seria predominantemente média (51,25%).

Gráfico 32 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza em investidores

Apesar de o número de respondentes do sexo feminino ter sido baixo, comparativamente aos respondentes do sexo masculino elas apresentaram menor intensidade do viés, contrariamente do que se esperava, já que em estudos anteriores os homens apresentavam maior excesso de confiança, e disso poder-se-ia esperar que a aversão a perda seria menor do que a apresentada pelo sexo feminino.

Tabela 13 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza x sexo de investidores

Intensidade de aversão à perda e efeito certeza	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	13	17,81%	3	42,86%	16	20,00%
5 a 7 (média)	38	52,05%	3	42,86%	41	51,25%
8 a 10 (alta)	22	30,14%	1	14,29%	23	28,75%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Comparando-se a intensidade dos vieses ao tempo como investidor verifica-se que a intensidade do viés é mais alta quando o investidor tem menor tempo no mercado (que poderia estar ligada a inexperiência no mercado) e essa intensidade diminui até 20 anos no mercado, quando volta a aumentar, o que poderia estar relacionada à segurança que as pessoas com mais idade passam a preferir.

Gráfico 33 - Intensidade de aversão à perda e efeito certeza x tempo como investidor

4.3.7. Autocontrole

Q11-A9- Prefiro investimentos automáticos, via débito em conta ou desconto em folha.

Para o grupo de investidores analisado, a intensidade da falta de autocontrole é baixa, sendo que 71,25% dos investidores preferem ter controle sobre seu investimento ao invés de mantê-lo de forma automática, diferentemente do observado em outros estudos, em que os investidores apresentam falta de autocontrole em suas escolhas.

Gráfico 34 - Intensidade de falta de autocontrole em investidores - 1

A maior concentração tanto para homens quanto para mulheres deu-se na baixa intensidade do viés, estando em torno de 71%.

Tabela 14 - Intensidade de falta de autocontrole x sexo dos investidores - 1

Intensidade de falta de autocontrole	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	52	71,23%	5	71,43%	57	71,25%
5 a 7 (média)	16	21,92%	1	14,29%	17	21,25%
8 a 10 (alta)	5	6,85%	1	14,29%	6	7,50%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Com relação ao tempo como investidor, todas as faixas de tempo apresentaram predominância da baixa intensidade do viés.

Gráfico 35 - Intensidade de falta de autocontrole x tempo como investidor

4.3.8. Contabilização mental (contas mentais)

A contabilização mental, como exposto em capítulos anteriores, pode ser uma forma prática de analisar alternativas, mas quando se trata de investimentos, pode trazer ineficiências quando são analisados separadamente. Para identificar a intensidade da contabilização mental nos investidores, foi afirmado o seguinte:

Q11-A10- Prefiro analisar cada um de meus investimentos de forma separada.

Apesar dos investidores apresentarem um alto conhecimento em contabilidade e finanças, tanto pela auto-avaliação, quanto pelas perguntas relacionadas, 61,25% deles apresentam alta intensidade do viés de contabilização mental, já que a análise dos investimentos de forma separada poderia trazer menos benefícios que análise conjunta dos investimentos.

Gráfico 36 - Intensidade de contabilização mental em investidores

Para 25% e 13,75% dos investidores foi identificada média e baixa intensidade respectivamente.

Com relação ao sexo dos investidores, ambos apresentam alta intensidade do viés, sendo que proporcionalmente o viés apresentou-se mais intenso para o sexo feminino (85,71%).

Tabela 15 - Intensidade de contabilização mental x sexo de investidores

Intensidade de contabilização mental	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	10	13,70%	1	14,29%	11	13,75%
5 a 7 (média)	20	27,40%	0	0,00%	20	25,00%
8 a 10 (alta)	43	58,90%	6	85,71%	49	61,25%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Para todas as faixas de tempo como investidor a predominância foi da alta intensidade do viés, mas foi possível observar que para investidores há mais de 20 anos houve uma proporção maior do que em outras faixas de investidores que apresentam baixa intensidade do

viés. Para a faixa superior a 20 anos até 25 anos 25% apresentou baixa intensidade, e para a faixa superior a 25 anos até 30 anos, 33,33% apresentou baixa intensidade.

Gráfico 37 - Intensidade de contabilização mental x tempo como investidor

4.3.9. Falácia dos custos irrecuperáveis

Q11-A11- Se uma empresa em que investi muito está com queda no valor das ações, prefiro manter o investimento para tentar recuperar o valor.

Nesta situação, houve predominância da intensidade média, concentrando 45% dos investidores, enquanto que a baixa e alta intensidade ficaram equilibradas entre os demais investidores, com 27,50% cada. A aversão à realização de perdas, uma vez que já se tenha investido muito dinheiro, pode estar relacionada a este viés.

Gráfico 38 - Intensidade da falácia dos custos irrecuperáveis em investidores

Para as mulheres, proporcionalmente, o viés apresenta maior intensidade do que para homens, sendo que para o sexo feminino, a alta e média intensidade foram similares.

Tabela 16 - Intensidade de falácia dos custos irrecuperáveis x sexo de investidores

Intensidade de falácia dos custos irrecuperáveis	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	21	28,77%	1	14,29%	22	27,50%
5 a 7 (média)	33	45,21%	3	42,86%	36	45,00%
8 a 10 (alta)	19	26,03%	3	42,86%	22	27,50%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Pelo tempo no mercado de capitais percebe-se que para quase todas as faixas a predominância é da média intensidade do viés, e com exceção dos investidores com menor tempo no mercado de capitais, a intensidade alta é mais presente que a baixa.

Gráfico 39 - Intensidade de falácia dos custos irre recuperáveis x tempo como investidor

4.3.10. Viés de confirmação

Q11-A12- Prefiro não olhar meus investimentos quando fico sabendo que o mercado está em queda.

Quase 70% dos investidores apresentam baixa intensidade do viés de confirmação, o que indica que não apresentam de forma intensa a tendência de evitar notícias desagradáveis com relação a seus investimentos. Apenas 10% dos investidores apresentam alta intensidade desse viés, e 21,25% apresentam média intensidade.

Gráfico 40 - Intensidade do viés de confirmação em investidores

Enquanto que para o sexo masculino 71,23% demonstram baixa intensidade do viés, 42,86% das investidoras apresentam baixa intensidade do viés e a mesma proporção apresenta alta intensidade.

Tabela 17 - Intensidade do viés de confirmação x sexo de investidores

Intensidade de viés de confirmação	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	52	71,23%	3	42,86%	55	68,75%
5 a 7 (média)	16	21,92%	1	14,29%	17	21,25%
8 a 10 (alta)	5	6,85%	3	42,86%	8	10,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Quanto ao tempo como investidor no mercado de capitais, para investidores há mais de 20 anos, nenhum apresenta alta intensidade do viés, e a baixa intensidade do viés está presente em quase todas as faixas.

Gráfico 41 - Intensidade do viés de confirmação x tempo como investidor

4.3.11. Racionalidade

Q11-A13- Para decidir em que empresa investir, utilizo demonstrações contábeis/relatórios financeiros como fontes de informação.

Para essa questão, buscou-se identificar a intensidade com que os investidores costumam utilizar as demonstrações contábeis como fonte de informação para tomada de decisão, sendo

que os dados obtidos com esta questão são, posteriormente, relacionados com a importância que os investidores atribuem a esses relatórios, descrita na questão Q14.

Verifica-se que 40% dos investidores utilizam as demonstrações com maior intensidade, enquanto que 16,25% as utilizam com pouca intensidade.

Gráfico 42 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis por investidores

Não há diferença significativa entre o percentual de homens e mulheres que utilizam as demonstrações com maior intensidade, sendo que para ambos, a proporção entre as intensidades é parecida.

Tabela 18 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis x sexo de investidores

Intensidade de utilização de demonstrações contábeis	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	12	16,44%	1	14,29%	13	16,25%
5 a 7 (média)	32	43,84%	3	42,86%	35	43,75%
8 a 10 (alta)	29	39,73%	3	42,86%	32	40,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Daqueles que utilizam as demonstrações com menor intensidade, grande parte é investidor há menos de 15 anos.

Gráfico 43 - Intensidade de utilização de demonstrações contábeis x tempo como investidor

4.4. Comportamento financeiro – consumo

O segundo segmento do bloco 3 corresponde a consumo, sendo composto por 5 questões (Q12-A1 a Q12-A5), que, assim como o primeiro segmento, buscou identificar a intensidade dos vieses nas escolhas dos investidores.

4.4.1. Ancoragem

Estudos nas finanças comportamentais mostram que as pessoas, por vezes, utilizam pontos de referência para fazer escolhas que podem não ser relevantes. Isso se trata do viés de ancoragem e com a questão a seguir buscou-se identificar sua intensidade em investidores brasileiros.

Q12-A1- O desconto em relação à tabela é uma referência útil na compra.

Do total de investidores, 46,25% apresentou alta intensidade do viés, 38,75% apresentou média intensidade, e apenas 15% apresentou baixa intensidade do viés.

Gráfico 44 - Intensidade de ancoragem em investidores

Desses investidores, nenhuma das mulheres apresentou baixa intensidade do viés, enquanto que 16,44% dos homens sim. Ainda assim, a concentração dos homens foi para a alta intensidade do viés.

Tabela 19 - Intensidade de ancoragem x sexo de investidores

Intensidade de ancoragem	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	12	16,44%	0	0,00%	12	15,00%
5 a 7 (média)	27	36,99%	4	57,14%	31	38,75%
8 a 10 (alta)	34	46,58%	3	42,86%	37	46,25%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Quanto à relação com o tempo como investidor, não há distinção clara das intensidades de acordo com a faixa de tempo, mas é possível identificar que para investidor até 15 anos no mercado a intensidade é predominantemente alta, diferentemente das outras faixas.

Gráfico 45 - Intensidade de ancoragem x tempo como investidor

4.4.2. Autocontrole

Q12-A2- Se não tenho uma prestação a pagar, não consigo comprar o que desejo.

Entre todos os vieses apresentados, este foi o que apresentou menor intensidade, sendo que quase 90% dos investidores apresentaram baixa intensidade de falta de autocontrole. Parte disso poderia ser explicado pelo fato de alguns dos investidores não possuírem dívidas (como pode ser observado no item 4.5.2.).

Gráfico 46 - Intensidade de falta de autocontrole em investidores - 2

Tanto para homens quanto para mulheres a intensidade baixa do viés foi predominante, com 89,04% dos homens e 85,71% das mulheres, e nenhuma das mulheres apresentou alta intensidade do viés (lembrando que o número de investidoras respondentes foi baixo).

Tabela 20 - Intensidade de falta de autocontrole x sexo de investidores - 2

Intensidade de falta de autocontrole	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	65	89,04%	6	85,71%	71	88,75%
5 a 7 (média)	5	6,85%	1	14,29%	6	7,50%
8 a 10 (alta)	3	4,11%	0	0,00%	3	3,75%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

A baixa intensidade do viés está presente em todas as faixas de tempo como investidor, e, com exceção de um investidor há mais de 35 anos que apresentou alta intensidade do viés, as intensidades média e baixa estiveram presentes apenas para investidores com menos de 15 anos no mercado de capitais.

Gráfico 47 - Intensidade de falta de autocontrole x tempo como investidor- 2

4.4.3. Viés do *status quo*

O viés do *status quo* representa a escolha de não se alterar determinada posição, ou seja, decidir não se fazer nada. Para identificar a intensidade desse viés foi utilizada a questão abaixo, em que a concordância indicaria maior intensidade do viés:

Q12-A3- Demoro a cancelar serviços que não uso.

Foi possível verificar que há maior concentração de investidores com baixa intensidade do viés de *status quo* (60%). 23,75% apresentam uma média intensidade e apenas 16,25% apresentam alta intensidade do viés, diferentemente do que se era esperado, já que estudos mostram que as pessoas tendem a preferir não efetuar mudanças.

Gráfico 48 - Intensidade de viés de *status quo* em investidores - 1

A intensidade desse viés foi baixa tanto para homens (60,27%) quanto para mulheres (57,14%).

Tabela 21 - Intensidade de viés de *status quo* x sexo de investidores - 1

Intensidade de viés de <i>status quo</i> - 1	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	44	60,27%	4	57,14%	48	60,00%
5 a 7 (média)	18	24,66%	1	14,29%	19	23,75%
8 a 10 (alta)	11	15,07%	2	28,57%	13	16,25%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Para investidores há mais de 20 anos a intensidade do viés é maior comparada a outras faixas.

Gráfico 49 - Intensidade de viés de status quo x tempo como investidor - 1

Q12-A5- Pesquisa o plano de serviços que melhor me atende e mudo assim que posso ganhar algo.

Neste caso, a discordância da frase acima indicaria maior intensidade do viés de *status quo*.

Assim como a situação anterior, nesta também há concentração de baixa intensidade do viés de *status quo*, apesar de em menor proporção (45%), e isso acontece tanto para investidores do sexo masculino quanto do feminino.

Gráfico 50 - Intensidade de viés de status quo em investidores - 2

Tabela 22 - Intensidade de viés de *status quo* x sexo de investidores - 2

Intensidade de viés de <i>status quo</i> - 2	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (alta)	10	13,70%	0	0,00%	10	12,50%
5 a 7 (média)	31	42,47%	3	42,86%	34	42,50%
8 a 10 (baixa)	32	43,84%	4	57,14%	36	45,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

No entanto, nesta situação, não é possível identificar uma maior intensidade do viés para investidores há mais de 20 anos no mercado.

Gráfico 51 - Intensidade de viés de status quo x tempo como investidor - 2

4.4.4. Comportamento de manada

Q12-A4- Gosto de seguir as tendências de mercado.

Assim como o item 4.3.4., esta questão procurou identificar a intensidade do comportamento de manada presente nos investidores. E da mesma forma que a questão do item citado, a concentração de respostas ocorre na discordância com a afirmativa, o que indica baixa intensidade do viés, na mesma proporção (53,75% dos investidores). Apenas 5% dos investidores demonstraram alta intensidade do viés e 41,25% média intensidade.

Gráfico 52 - Intensidade de comportamento de manada em investidores - 2

Diferentemente da situação do item 4.3.4, nesta as mulheres demonstraram menor intensidade do viés que os homens, proporcionalmente, sendo que 71,43% das mulheres e 52,05% dos homens apresentaram baixa intensidade do viés.

Tabela 23 - Intensidade de comportamento de manada x sexo de investidores - 2

Intensidade de comportamento de manada	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1 a 4 (baixa)	38	52,05%	5	71,43%	43	53,75%
5 a 7 (média)	32	43,84%	1	14,29%	33	41,25%
8 a 10 (alta)	3	4,11%	1	14,29%	4	5,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Quanto ao tempo como investidor, nesta situação é possível observar que apenas investidores há menos de 15 anos apresentaram alta intensidade do viés, apesar de ser um percentual baixo em relação às outras intensidades.

Gráfico 53 - Intensidade de comportamento de manada x tempo como investidor - 2

4.5. Comportamento financeiro – frequência de revisão de valores

O terceiro segmento do bloco 3 corresponde à frequência de revisão de valores de investimentos e de dívidas, sendo composto por 2 questões (Q13-A1 e Q13-A2).

4.5.1. Excesso de negociação e viés do *status quo*

Q13-A1- Com que frequência você revê seus valores de investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros).

Com essa questão buscou-se identificar se os investidores apresentavam alta intensidade de excesso de negociação, ao rever seus investimentos diária ou semanalmente, ou se apresentavam maior intensidade do viés de *status quo*, ao rever seus investimentos apenas anualmente, ou ainda não revê-los.

Apesar da maior parte dos investidores rever seus investimentos mensalmente (45%), aproximadamente 40% dos investidores reveem seus investimentos com maior periodicidade (diariamente ou semanalmente), o que poderia indicar alta intensidade de excesso de negociação. Nesta situação verifica-se baixa intensidade do viés de *status quo*, pois apenas 10% dos investidores reveem seus investimentos anualmente e 1,25% aponta não rever seus investimentos. Isso está em concordância com as outras questões que buscaram analisar a

intensidade do viés de *status quo*, em que os investidores também não apresentaram alta intensidade.

Gráfico 54 - Frequência de revisão de valores de investimentos – excesso de negociação e viés do *status quo*

Conforme a tabela abaixo, do grupo analisado, as mulheres tendem a verificar seus investimentos com menos frequência que os homens, o que, assim como outros estudos analisados no campo das finanças comportamentais, indica que as mulheres apresentam menor viés de excesso de negociação que os homens.

Tabela 24 - Frequência de revisão de valores de investimento de acordo com sexo de investidores

Frequência de revisão de valores de investimentos	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
Nunca	1	1,37%	0	0,00%	1	1,25%
Anual	5	6,85%	3	42,86%	8	10,00%
Mensal	34	46,58%	2	28,57%	36	45,00%
Semanal	20	27,40%	2	28,57%	22	27,50%
Diária	12	16,44%	0	0,00%	12	15,00%
Não se aplica	1	1,37%	0	0,00%	1	1,25%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Com relação ao tempo como investidor no mercado de capitais, com exceção dos dois investidores que investem há mais tempo (>35 a 40 anos), e reveem seus investimentos diária ou semanalmente, os outros grupos estão dispersos (parte revê com maior frequência, parte com menor), o que indica que, neste caso, o excesso de negociação não poderia ser explicado pelo tempo como investidor no mercado.

Gráfico 55 - Frequência de revisão de investimentos x tempo no mercado de capitais

4.5.2. Viés de confirmação

Q13-A2- Com que frequência você revê seus valores de dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras).

Nesta questão, com estrutura similar à anterior, buscou-se verificar se os investidores apresentavam viés de confirmação ao evitar rever seus valores de dívida, sendo que ao responderem que reveem apenas anualmente (ou que não reveem) seria um indício de alta intensidade do viés.

A maior parte dos investidores verifica com mais frequência suas dívidas do que seus investimentos. Dessa forma percebe-se baixa intensidade do viés de confirmação, em que notícias desagradáveis tendem a ser evitadas o máximo possível, assim como foi observado no item 4.3.10 (Q11-A12).

Gráfico 56 - Frequência de revisão de valores de dívidas – viés de confirmação

O fato da frequência de revisão de dívidas ser alta pode estar relacionada ao perfil dos investidores que responderam esta pesquisa. Além disso, como é possível observar no gráfico acima 12,50% dos investidores apontam não possuir dívidas.

Quando comparada a frequência de revisão de valores de dívida entre os sexos masculino e feminino, nenhuma mulher respondeu que verifica suas dívidas diariamente, enquanto 26,03% dos homens responderam que sim. Apesar disso, tanto homens quanto mulheres reveem suas dívidas com mais frequência que seus investimentos.

Tabela 25 - Frequência de revisão de valores de dívidas de acordo com sexo de investidores

Frequência de revisão de valores de dívidas	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
Nunca	3	4,11%	0	0,00%	3	3,75%
Anual	4	5,48%	1	14,29%	5	6,25%
Mensal	24	32,88%	2	28,57%	26	32,50%
Semanal	14	19,18%	3	42,86%	17	21,25%
Diária	19	26,03%	0	0,00%	19	23,75%
Não se aplica	9	12,33%	1	14,29%	10	12,50%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Também não é possível perceber diferença significativa na intensidade do viés de confirmação de acordo com o nível de formação acadêmica dos investidores, conforme abaixo:

Gráfico 57 - Intensidade do viés de confirmação de acordo com nível de formação acadêmica de investidores

4.6. Comportamento financeiro – importância de fontes ao processo decisório

O quarto segmento do bloco 3 corresponde à importância que os investidores atribuem à determinadas fontes para tomada de decisão. Com essa questão buscou-se identificar se os investidores atribuem maior importância a fontes relacionadas a um comportamento mais racional (como demonstrações contábeis), se atribuem maior importância a fontes não usualmente relacionadas a um comportamento racional (como conselhos de amigos, ou rumores de mercado), ou se atribuem pesos de importância similares às opções de fontes.

A questão utilizada e as fontes listadas foram as seguintes:

Q14- Qual a importância que você atribui às fontes listadas a seguir para o processo decisório de investimentos financeiros?

Q14-A1- Conselho de amigos.

Q14-A2- Conselho de especialistas.

Q14-A3- Informações diretas das companhias.

Q14-A4- Jornais e revistas.

Q14-A5- Publicações especializadas.

Q14-A6- Relatórios contábeis e financeiros.

Q14-A7- Rumores de mercado.

Gráfico 58 - Importância de fontes ao processo decisório

Mesmo os investidores dando maior importância às fontes relacionadas a relatórios financeiros e publicações especializadas, 51,25% dão alguma importância a rumores de mercado e 16,25% dão alta importância a rumores de mercado, o que indica que por vezes utilizam informações que podem não ser confiáveis, e que podem levar a um comportamento de manada.

Apesar de esses investidores darem certa importância a rumores de mercado, não entendem conselhos de amigos como uma fonte importante para tomar decisões no mercado de capitais, sendo essa a fonte que apresenta menor importância para eles. Isso também foi identificado na pesquisa de Cotrim (2012, p. 127), que dentre as fontes listadas apresentou menor importância para todos os segmentos que possuem envolvimento com o mercado de capitais, incluindo investidores individuais.

Além disso, apesar de 61,25% dos investidores atribuírem alta importância a demonstrações financeiras, apenas 40% deles informam maior utilização de demonstrações, conforme exposto no item 4.3.11.

4.7. Comportamento financeiro – razão e emoção

O último segmento do bloco 3 traz uma questão sobre a percepção do investidor com relação à influência da razão ou emoção sobre seu comportamento. Com essa questão buscou-se uma comparação entre a percepção que os investidores possuem sobre seu comportamento e sobre o comportamento de colegas, relacionando ao viés de excesso de confiança quando os investidores tendem a perceber o seu comportamento menos influenciado pela emoção, enquanto que percebem em outro maior influencia desse fator. A questão utilizada bem como os resultados obtidos foram os seguintes:

Q15- O que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção?

Q15-A1- Meu comportamento.

Q15-A2- O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola.

Conforme o gráfico abaixo, assim como esperado, os investidores tendem a indicar que seu comportamento é mais influenciado pela razão, enquanto de seus colegas seria mais influenciado pela emoção. 11,25% dos investidores apontam que seu comportamento é influenciado apenas pela razão, enquanto que nenhum deles afirma que o comportamento de seus colegas também seja assim. Inversamente, quando se trata só de emoção, nenhum respondente indica apenas essa influência em seu comportamento, no entanto 3,75% indicam isso para comportamento de colegas.

Gráfico 59 - Comportamento financeiro - razão e emoção

Portanto, comparando a percepção do investidor sobre seu próprio comportamento com o comportamento de colegas verifica-se que a intensidade do excesso de confiança é alta, já que mais de 66,25% deles entende ser influenciado somente ou em maior parte do tempo pela razão, enquanto que 30% entendem que seus colegas usam somente ou em maior parte do tempo a razão. Isso pode levar ao investidor achar que tem mais domínio sobre determinado contexto do que realmente tem, ou achar que porque percebe que utiliza mais, ou somente, a razão, que outros fatores não influenciam suas percepções.

Para os homens percebe-se um maior excesso de confiança, enquanto que para mulheres parece haver maior equilíbrio entre razão e emoção sobre seu comportamento, e também para colegas.

Tabela 26 - Influência de razão e emoção sobre "meu" comportamento

O que influencia meu comportamento	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1.Só razão	9	12,33%	0	0,00%	9	11,25%
2.Mais razão	41	56,16%	3	42,86%	44	55,00%
3.Razão e emoção	22	30,14%	4	57,14%	26	32,50%
4.Mais emoção	1	1,37%	0	0,00%	1	1,25%
5.Só emoção	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

Tabela 27 - Influência de razão e emoção sobre o comportamento de colegas

O que influencia o comportamento de colegas	Masculino		Feminino		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
1.Só razão	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2.Mais razão	19	26,03%	1	14,29%	20	25,00%
3.Razão e emoção	32	43,84%	4	57,14%	36	45,00%
4.Mais emoção	19	26,03%	2	28,57%	21	26,25%
5.Só emoção	3	4,11%	0	0,00%	3	3,75%
Total	73	100,00%	7	100,00%	80	100,00%

4.8. Resumo dos resultados

Neste tópico será apresentado o resumo das intensidades de vieses encontrados nas escolhas de investidores, efetuando uma abertura com relação ao sexo dos investidores e ao tempo como investidor no mercado de capitais.

Verificou-se que, predominantemente, a baixa intensidade dos vieses esteve mais presente, sendo que de 13 vieses analisados, 6 apresentaram baixa intensidade (46,15%), 3 apresentaram média intensidade (23,08%) e 4 apresentaram alta intensidade (30,77%). E que não há diferença significativa de intensidade de vieses entre investidores do sexo masculino e do sexo feminino, sendo que em 5 situações as investidoras apresentaram maior intensidade que os investidores, e em 4 situações aconteceu o contrário.

Tabela 28 - Resumo das intensidades encontradas x sexo investidor

Questão	Viés	Intensidade			Relação ao sexo	
		Baixa	Média	Alta	Masculino	Feminino
Q11-A1	Aversão à perda	40,00%	41,25%	18,75%	média/baixa	média
Q11-A2	Representatividade	46,25%	35,00%	18,75%	baixa	baixa
Q11-A4	Representatividade	48,75%	35,00%	16,25%	baixa	baixa
Q11-A5	Comportamento de manada	53,75%	26,25%	20,00%	baixa	média
Q11-A6	Efeito disposição	46,25%	26,25%	27,50%	baixa	baixa
Q11-A8	Efeito certeza (aversão à perda)	20,00%	51,25%	28,75%	média	média/baixa
Q11-A9	Autocontrole (falta de)	71,25%	21,25%	7,50%	baixa	baixa
Q11-A10	Contabilização mental	13,75%	25,00%	61,25%	alta	alta
Q11-A11	Falácia dos custos irrecuperáveis	27,50%	45,00%	27,50%	média	alta/média
Q11-A12	Viés de confirmação	68,75%	21,25%	10,00%	baixa	alta/baixa
Q12-A1	Ancoragem	15,00%	38,75%	46,25%	alta	média
Q12-A2	Autocontrole (falta de)	88,75%	7,50%	3,75%	baixa	baixa
Q12-A3	Viés do <i>status quo</i>	60,00%	23,75%	16,25%	baixa	baixa
Q12-A5	Viés do <i>status quo</i>	45,00%	42,50%	12,50%	baixa	baixa
Q12-A4	Comportamento de manada	53,75%	41,25%	5,00%	baixa	baixa
Q13-A1	Excesso de negociação	12,50%	-	42,50%	alta/média	baixa
Q13-A1	Viés do <i>status quo</i>	42,50%	-	12,50%	baixa	alta
Q13-A2	Viés de confirmação	45,00%	32,50%	10,00%	baixa	baixa
Q15	Excesso de confiança	-	-	66,25%	alta	média

Quando analisada a intensidade dos vieses de acordo com o tempo que os respondentes são investidores do mercado de capitais, para alguns se percebe intensidades diversas, indicando que não seria possível explicar a intensidade do viés pelo tempo no mercado, mas para os vieses de aversão à perda, representatividade, efeito disposição, viés de confirmação e comportamento de manada, verificou-se que os investidores que investem há mais tempo no mercado de capitais apresentam menor intensidade dos vieses.

Tabela 29 - Resumo das intensidades x tempo como investidor

Questão	Viés	Intensidade			Relação ao tempo como investidor ²²						
		Baixa	Média	Alta	> 0 a 5 anos	> 5 a 10 anos	> 10 a 15 anos	> 15 a 20 anos	> 20 a 25 anos	> 25 a 30 anos	> 35 a 40 anos
Q11-A1	Aversão à perda	40,00%	41,25%	18,75%	baixa	média	média/baixa	média	média/baixa	média/baixa	média/baixa
Q11-A2	Representatividade	46,25%	35,00%	18,75%	média/baixa	baixa	média	baixa	média	média/baixa	baixa
Q11-A4	Representatividade	48,75%	35,00%	16,25%	baixa	média	baixa	baixa	baixa	baixa	média
Q11-A5	Comportamento de manada	53,75%	26,25%	20,00%	baixa	baixa	baixa	média	alta/baixa	baixa	alta/baixa
Q11-A6	Efeito disposição	46,25%	26,25%	27,50%	baixa	baixa	alta	baixa	alta	baixa	baixa
Q11-A8	Efeito certeza (aversão à perda)	20,00%	51,25%	28,75%	alta/média	média	média	média	média	média	alta/média
Q11-A9	Autocontrole (falta de)	71,25%	21,25%	7,50%	baixa	baixa	baixa	baixa	baixa	baixa	média/baixa
Q11-A10	Contabilização mental	13,75%	25,00%	61,25%	alta	alta	alta	alta	alta	alta	alta/média
Q11-A11	Falácia dos custos irrecuperáveis	27,50%	45,00%	27,50%	baixa	média	média	média	alta	alt/méd/bai	média
Q11-A12	Viés de confirmação	68,75%	21,25%	10,00%	baixa	baixa	baixa	baixa	média/baixa	baixa	média
Q12-A1	Ancoragem	15,00%	38,75%	46,25%	alta	alta	alta	alta/média	alta/média	média	alta/baixa
Q12-A2	Autocontrole (falta de)	88,75%	7,50%	3,75%	baixa	baixa	baixa	baixa	baixa	baixa	alta/baixa
Q12-A3	Viés do <i>status quo</i>	60,00%	23,75%	16,25%	baixa	baixa	baixa	baixa	média	média	alta/baixa
Q12-A5	Viés do <i>status quo</i>	45,00%	42,50%	12,50%	baixa	baixa	média	média/baixa	baixa	média	média/baixa
Q12-A4	Comportamento de manada	53,75%	41,25%	5,00%	baixa	baixa	baixa	média/baixa	média/baixa	média	baixa
Q13-A1	Excesso de negociação	12,50%	45,00%	42,50%	média	alta	média	alta	alta/média	média	alta
Q13-A1	Viés do <i>status quo</i>	42,50%	45,00%	12,50%	média	baixa	média	baixa	média/baixa	média	baixa
Q13-A2	Viés de confirmação	45,00%	32,50%	10,00%	-	-	-	-	-	-	-
Q15	Excesso de confiança	-	-	66,25%	-	-	-	-	-	-	-

²² A faixa de tempo como investidor >30 a 35 anos não teve respondentes, por esse motivo foi excluída desta tabela.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1. Conclusões

No mercado de capitais, pelas teorias tradicionais e modernas de finanças, as pessoas (investidores) são vistas como plenamente racionais, direcionadas e capazes, sendo que têm habilidades suficientes para fazer a melhor escolha, ou seja, a que trará maiores benefícios. No entanto, esse homem econômico, plenamente racional, em muitas situações não age de tal forma, apresentando racionalidade limitada, tendo, portanto, limitações para tomar decisões, nem sempre avaliando todas as opções e informações disponíveis, e recorrendo a alternativas para efetuar escolhas, que podem ou não ser adequadas. E, essas escolhas, apesar de muitas vezes as pessoas não perceberem (o que pode ser o real problema), são afetadas por vieses, que podem direcionar a essas alternativas que não são adequadas.

Se a intensidade do viés é alta nos investidores, entende-se que a chance de suas escolhas serem influenciadas mais vezes pelos vieses é maior, portanto, buscou-se responder o seguinte problema com esta pesquisa: **qual é a intensidade que vieses estão presentes na escolha dos investidores individuais brasileiros e qual a relação desses vieses com os aspectos sócio-econômicos desses investidores?**

O principal objetivo da pesquisa foi verificar a intensidade de alguns vieses na decisão de investidores individuais brasileiros no mercado de capitais. Para isso, por meio de questionário, foram analisadas as respostas de 80 investidores individuais. De acordo com a questão e objetivos da pesquisa, foi formulada a seguinte tese: assumindo-se que os vieses estão presentes nas decisões das pessoas, os investidores apresentam alta intensidade dos vieses, sendo que aqueles do sexo masculino apresentam maior intensidade que as do sexo feminino, e investidores que investem há menos tempo no mercado de capitais apresentam maior intensidade dos vieses, demonstrando que a experiência no mercado levaria ao aprendizado.

Com base nos dados obtidos com a pesquisa, identificou-se que, com relação ao perfil sócio-econômico, dos 80 investidores que responderam a pesquisa, apenas 7 são do sexo feminino (9%), o que pode ter influenciado a análise da intensidade dos vieses para esse segmento; 70% dos investidores investem há menos de 15 anos, e suas idades variam entre 20 e 64 anos,

sendo que há maiores concentrações de investidores com idade entre 39 e 59 anos; quanto à formação acadêmica, 95% possuem nível superior completo, estando principalmente distribuídos entre graduação, especialização e mestrado, e há concentração desses investidores com formação em áreas de ciências sócias, como Administração, Contabilidade e Economia; a respeito da renda, mais da metade dos respondentes afirmaram possuir renda média mensal superior a R\$ 10.000,00, que poderia ser justificado pelo alto nível de formação acadêmica e pelas idades dos investidores.

Para esses investidores, foi possível verificar que a baixa intensidade dos vieses esteve mais presente, sendo que dos 13 vieses analisados, 6 apresentaram baixa intensidade, sendo eles os vieses de representatividade, comportamento de manada, efeito disposição, autocontrole, viés de confirmação e viés do *status quo*; 3 apresentaram intensidade média: vieses de aversão à perda, efeito certeza e falácia dos custos irrecuperáveis; e 4, intensidade alta: contabilização mental, ancoragem, excesso de confiança e excesso de negociação. Portanto, diferentemente do esperado, que seria maior quantidade de casos com alta intensidade de vieses, a intensidade deles foi predominantemente baixa.

Quando observadas as intensidades dos vieses de acordo com o sexo do investidor, não é possível perceber diferença de intensidade significativa entre entres, em sua maioria. Isso pode ter ocorrido devido ao número de respondentes do sexo feminino, que representa apenas 9% dos investidores respondentes, sendo, portanto, baixa a quantidade de mulheres para que a comparação entre eles seja mais equilibrada.

Com relação ao tempo como investidor no mercado de capitais, foi possível perceber que, apesar de em alguns casos não ser possível identificar distinção de intensidade de acordo com faixa de tempo, para os vieses de aversão à perda, representatividade, efeito disposição, viés de confirmação e comportamento de manada, os investidores que investem há mais tempo no mercado de capitais apresentam menor intensidade dos vieses.

Dessa forma a tese proposta seria parcialmente rejeitada, pois a alta intensidade esteve presente em apenas 4 vieses, não possível verificar diferença significativa de intensidade entre sexo masculino e feminino, e para 5 vieses houve correlação negativa entre intensidade do viés e tempo como investidor.

Conforme explicado no capítulo de análise de resultados, nesta pesquisa foram analisadas as respostas dos investidores por se tratar do foco do estudo, mas as respostas dos não-investidores foram verificadas e apresentadas nos apêndices, e com elas foi possível identificar que os não-investidores apresentam intensidade mais alta para um maior número de vieses comparativamente aos investidores. Isso demonstra a necessidade de abranger tanto atuais investidores quanto possíveis investidores quando forem elaborados programas sobre os vieses cognitivos, atalhos mentais e fatores que podem influenciar as decisões das pessoas, inclusive porque os não-investidores podem tornar-se investidores em algum momento, e os vieses poderão influenciá-los de forma mais intensa do que aqueles que já estão envolvidos com o mercado de capitais.

5.2. Implicações do estudo

Esta pesquisa identificou a intensidade em que alguns vieses estão presentes nas decisões de investidores e como isso se comporta de acordo com o tempo que investidores estão no mercado. Entende-se que essa pesquisa pode ser útil aos seguintes agentes:

- Para os órgãos reguladores, pois é uma forma de identificarem projetos a serem desenvolvidos, inclusive repensar os projetos existentes hoje e identificar novas possibilidades de abordagem;
- Para os investidores individuais, pois podem se atentar mais em fatores que podem levá-los a tomar decisões que nem sempre propiciarão o benefício que esperam, e tomem cuidado com a intensidade que os atalhos mentais estão presentes em suas decisões, podendo identificar padrões de comportamento;
- Para instituições financeiras, que além da “Análise do Perfil do Investidor” (API) exigido pela ANBIMA, poderiam efetuar outras formas de análise focando aspectos comportamentais relacionados às finanças comportamentais para oferecer consultoria de investimento a seus clientes.

Além disso, percebendo os vieses, e as intensidades em que eles estão presentes nas decisões, além de verificar padrões de comportamento, é possível tentar transformar as limitações em vantagens.

Este trabalho também pode ser útil aos pesquisadores como forma de roteiro de pesquisa, pois no capítulo de metodologia foram descritos, com detalhes, todos os passos que foram necessários para desenvolvê-la, inclusive as dificuldades encontradas para efetuar a pesquisa de campo e as medidas adotadas para solucionar isso.

5.3. Propostas

Para que as pessoas tenham maior consciência de fatores que possam influenciar suas decisões, e aspectos que muitas vezes guiam as escolhas sem que as pessoas percebam, fazem-se as seguintes propostas:

- Assim como foi elaborado e tem sido aplicado o programa de educação financeira (ENEF)²³ para alunos de ensino médio, seria interessante introduzir no currículo de ensino das escolas conceitos de finanças comportamentais, à respeito de vieses e tomada de decisão, pois dependendo da área que os alunos escolham estudar, não terão contato com este assunto, e esses mesmos alunos podem vir a tornar-se investidores, então quanto antes os conceitos começarem a ser passados, passam a trabalhar a consciência de que quando tomam decisões algumas coisas podem influenciá-los e que precisam estar atentos para que evitem influência negativa em suas escolhas, percebendo seus padrões de comportamento.
- Mais divulgação de programas existentes, pois, atualmente, apesar de existir frentes atuando no desenvolvimento do campo de estudos comportamentais relacionados ao mercado, não há extensa divulgação. Isso poderia ser feito, por exemplo, através de instituições financeiras, que poderiam divulgar a seus clientes eventos que acontecem, para que a população tenha, pelo menos, conhecimento de que programas desse tipo existem, de que órgãos os estão desenvolvendo, para que tenham direcionamento caso tenham interesse.

5.4. Limitações da pesquisa

Esta pesquisa apresentou algumas limitações, que serão descritas a seguir.

²³ Informações sobre o ENEF disponíveis no Apêndice D – Projetos e iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro

Como se trata de uma pesquisa de caráter primário, o acesso aos investidores no processo de obtenção das informações é uma limitação, principalmente porque no Brasil não existe uma cultura forte de participação em pesquisas acadêmicas, o que dificulta o retorno à pesquisa. Tentou-se mitigar o risco de não obter respostas suficientes enviando o questionário através de instituições ligadas ao mercado e a grupos de investidores através de redes sociais.

Como a amostra foi selecionada intencionalmente através de um critério, ela é considerada como amostragem intencional, e por ser um método de amostragem não probabilístico, não é possível generalizar os resultados da amostra para a população. Além disso, a quantidade de investidores respondentes (80 investidores), também não permite extrapolação dos resultados para a população de investidores. Inclusive, pela concentração de respondentes do sexo masculino e similaridade de perfis, como alta formação acadêmica e similaridade de área de formação.

A escolha das variáveis é uma limitação da pesquisa, pois dentro do campo de finanças comportamentais são inúmeros os vieses identificados em estudos anteriores, portanto buscou-se verificar a intensidade de alguns desses vieses, principalmente porque, como a pesquisa foi efetuada através de questionário, a extensão dele poderia prejudicar o retorno dos respondentes, já que questionários muito longos consomem mais tempo para resposta.

REFERÊNCIAS²⁴

- Almeida, F. (2013). *INI encerra suas atividades – O pequeno investidor – 09 ago. 2012*. Recuperado em 29 de novembro de 2013, de <http://www.opequenoinvestidor.com.br/2012/08/ini-encerra-suas-atividades/>.
- Andrezo, A. F., & Lima, I. S. (2007). *Mercado Financeiro – Aspectos históricos e conceituais*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.
- Arkes, H. R., & Blumer, C. (1985). The psychology of sunk costs. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35, 124-140.
- Assaf Neto, A. (2011). Prefácio. In: Ferreira, V. R. de M. *A Cabeça do Investidor: conheça suas emoções para investir melhor*. São Paulo: Évora, p. xiii-xv.
- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento no Mercado de Capitais – Minas Gerais (APIMEC – MG). *O investidor individual e o mercado de ações*. Recuperado em 17/11/2013, de http://mrm.comunique-se.com.br/arq/132/arq_132_13177.pdf.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2010, jan). Análise do perfil do investidor passa a ser aplicada a partir de janeiro. In: *Informativo ANBIMA, Ano I, nº2, jan/10*. Recuperado em 10 de abril de 2014, de <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=141>.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2011). *Circular ANBIMA nº 44/2011*. Recuperado em 10 de abril de 2014, de http://www.anbima.com.br/circulares/arqs/cir2011000044_Circular%20ANBIMA%20n%C2%BA%200000442011.pdf.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2012a). *Circular ANBIMA nº 26/2012*. Recuperado em 10 de abril de 2014, de <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/associados/circulares/Pages/circulares.aspx?documento=2012000026>.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2012b). *Prazo para ampliação do processo de Análise de Perfil do Investidor é prorrogado*. Recuperado em 10 de abril de 2014, de <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/noticias/Pages/2012/07/Prazo-para-ampliacao-do-processo-de-Analise-do-Perfil-do-Investidor-e-prorrogado.aspx>.

²⁴ De acordo com o estilo APA – *American Psychological Association*.

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2013a). *Prioridades estratégicas*. Recuperado em 14 de setembro de 2013, de <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/o-que-e-anbima/nossa-agenda/Pages/default.aspx>.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA. (2013b). *Diretrizes para adequação do perfil do investidor (API)*. Recuperado em 10 de abril de 2014, de http://portal.anbima.com.br/distribuicao/regulacao/codigo-de-varejo/Documents/diretrizes_de_api_varejo.pdf.
- Baker, H. K., Hargrove, M. B., & Haslem, J. A. (1977, set.). An Empirical Analysis of the Risk Return Preferences of Individual Investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), 377-389.
- Banco Central do Brasil - BACEN. *BC, CVM, Susep e Previc instituem Estratégia Nacional de Educação Financeira - 23/12/2010*. Recuperado em 20 de setembro de 2013, de <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2861&idpai=NOTICIAS>.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2011). *The behavior of individual investors*. Recuperado em 23 de setembro de 2013, de <http://www.umass.edu/preferen/You%20Must%20Read%20This/Barber-Odean%202011.pdf>
- Barros, C. A. S. (2010). *O que determina o comportamento financeiro do brasileiro: razão ou emoção?* Dissertação de Mestrado, Administração, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.
- Bazerman, M., & Moore, D. (2010). *Processo decisório*. (Daniel Vieira, trad.). Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- BM&FBOVESPA. (2008). *Plano Diretor 2008*. Recuperado em 12 de outubro de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/PlanoDiretor2008.pdf>.
- BM&FBOVESPA. (2010). Campanha educativa: Quer ser sócio? *Revista da Nova Bolsa*, nº 8, abr-jun. 2010. Recuperado em 12 de outubro de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-8.pdf>.

- BM&FBOVESPA. (2013a). *Comunicado ao mercado: BM&FBOVESPA divulga balanço de operações de 2012*. Recuperado em 29 de novembro de 2013, de http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1661/2013%2001%2007%20CM%20-%20Balan%20Operacional%20de%202012_html/2013%2001%2007%20CM%20-%20Balan%20Operacional%20de%202012.html.
- BM&FBOVESPA. (2013b). *Histórico diário – totais*. Recuperado em 5 de novembro de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/capitalizacao-bursatil/ResumoBursatilHistorico.aspx?idioma=pt-br>.
- BM&FBOVESPA. (2013c). *Histórico pessoas físicas*. Recuperado em 5 de novembro de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>.
- BM&FBOVESPA. (2013d). *Turma da Bolsa*. Recuperado em 12 de outubro de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/PlanoDiretor2008.pdf>.
- Bogea, F., & Campos Barros, L. A. B. de. (2008, out). Processo de tomada de decisão do investidor individual brasileiro no mercado acionário nacional: um estudo exploratório enfocando o efeito disposição e os vieses da ancoragem e do excesso de confiança. *Gestão & Regionalidade*, 24(71) - edição especial - XI Semead 2008.
- Buffett, W. E.. (2006). Preface to the fourth edition. In: Graham, B. *The intelligent investor: the definitive book on value investing*. A Book of Practical Counsel (Revised Edition) / update with new commentary by Jason Zweig. New York: Harper, p. ix-x.
- Castro Jr., F. H. F. de, & Famá, R. (2002, abr/jun). As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 09(2), 25-35.
- Chaves, F. O, & Pimenta, D. P. (2013, jun). Um estudo do perfil comportamental dos investidores goianos à luz das finanças comportamentais. *Conjuntura econômica goiana*, n25. Recuperado em 10 de abril de 2014, de <http://www.seplan.go.gov.br/sepin/pub/conj/conj25/artigo08.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2013a). *Portal do Investidor - Cotas de Clubes de Investimento*. Recuperado em 28 de novembro de 2013, de http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/cotas_outros_clubes.html.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2013b). *Portal do Investidor - história do mercado de capitais*. Recuperado em 20 de setembro de 2013, de

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html.

Comitê de regulação e fiscalização dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização – COREMEC. (2007). *Deliberação Coremec nº 03*, de 31 de maio de 2007. Aprova a criação do grupo de trabalho de Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF). Recuperado em 29 de setembro de 2013, de http://www.vidaedinheiro.gov.br/arquivos/noticias/01_Grupo_de_Trabalho.pdf.

Cotrim, C. H. P. (2012). *Compreensibilidade dos Relatórios Contábeis e Financeiros de Companhias de Capital Aberto listadas na BM&FBOVESPA: uma análise das percepções dos usuários investidores*. Dissertação de Mestrado, Ciências Contábeis, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo.

Cusinato, R. T. (2003). *Teoria da decisão sob incerteza e a hipótese da utilidade esperada: conceitos analíticos e paradoxos*. Dissertação de Mestrado, Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2002). Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications. *Journal of Monetary Economics*, 49, 139-209.

D'Aquino, C. (2008). *Educação Financeira – Como educar seu filho*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Dhar, R., & Zhu, N. (2006). Up close and personal: investor sophistication and the disposition effect. *Management Science* 52(5), 726-740.

Dorow, A., Macedo Jr., J. S., Nunes, P., Reina, D., & Reina, D. R. M.. (2010). Finanças comportamentais: a heurística da ancoragem e a tomada de decisão sob risco em investimentos imobiliários. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*. Recuperado em 11 de dezembro de 2013, de http://www.fundace.org.br/artigos_racef/artigo01_01_2010.pdf.

Eizirik, N. et al. (2008). *Mercado de capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar.

Fama, E. (1970, mai.). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Feng, L., & Seasholes, M. (2005). Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets? *Review of Finance*, 9, 305-351.

- Ferreira, V. R. de M. (2011). *A Cabeça do Investidor: conheça suas emoções para investir melhor*. São Paulo: Évora.
- Ferreira, V. R. de M. (2008). *Psicologia Econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferreira, C. F., & Yu, A. S. O. (2003, abr/jun). Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. *R.Adm., São Paulo*, 38(2), 101-111.
- Friedman, M., & Savage, L. J. (1948, ago). The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *The Journal of Political Economy*, 56(4), 279-304.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2006). Feedback and the success of irrational investors. *Journal of Financial Economics* (81), 311-338.
- Instituto IBMEC. (2013a). *Centro de Estudos de Mercado de Capitais – CEMEC*. Disponível em: <http://ibmeclabrpmcom.com.br/?page_id=109>. Acesso em: 20/10/2013.
- Instituto IBMEC. (2013b). *Elementos para uma estratégia de nacional de acesso ao mercado de capitais*. Disponível em: <<http://www.cemec.ibmec.org.br/download/SEMINARIO%20CENTRO%20DE%20ESTUDOS%20IBMEC%20ELEMENTOS%20PARA%20UMA%20ESTRAT%3%89GIA.pdf>>. Acesso em: 20/10/2013.
- Instituto IBMEC. (2013c). *O Papel do mercado de capitais na economia brasileira*. Recuperado em 20 de outubro de 2013, de http://ibmeclabrpmcom.com.br/?page_id=109.
- Instituto IBMEC. (2013d). *Oportunidades de crescimento - descentralização*. Recuperado em 20 de outubro de 2013, de http://ibmeclabrpmcom.com.br/?page_id=109.
- Kahneman, D. (2012). *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. (Leite, C. de A., trad.), Rio de Janeiro: Objetiva.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1991). Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193-206.
- Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65.

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979, mar.). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Karsten, J. G. (2005). *O efeito disposição: um estudo empírico no Brasil*. Dissertação de mestrado, Economia, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Kids x cookies. Recuperado em 15 de abril de 2014, de https://www.youtube.com/watch?v=j9UfY_94sKU.
- Kimura, H., & Basso, L. F. C. (2003). *Finanças comportamentais: investigação do comportamento decisório dos agentes brasileiros*. ENANPAD, 2003. Recuperado em 3 de dezembro de 2013, de http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2003/FIN/2003_FINTC.pdf.
- Kimura, H., Basso, L. F. C., & Krauter, E. (2006, jan/mar). Paradoxos em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais. *RAE*, 46(1).
- Koriat, A., Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1980, mar.) Reasons for confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory*, 6(2).
- Levine, R. (1997, jun). Financial Development and Economic Growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Li, S., Chen, W., & Yu, Y. (2006). The reason for Asian overconfidence. *Journal of Psychology*, 140(6), 615-618.
- Lima, M. V. (2003, jan-jun). Um estudo sobre finanças comportamentais. *RAE-eletrônica*, 2(1). Recuperado em 30 de novembro de 2013, de <http://www.scielo.br/pdf/raeel/v2n1/v2n1a03.pdf>.
- Macedo Jr., J. S. (2003). Teoria do prospecto - uma investigação utilizando simulação de investimentos. Tese de doutorado, Engenharia de produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.
- Machina, M. J. (1987). Choice under uncertainty: problems solved and unsolved. *The Journal of Economic Perspectives*, 1(1), 121-154.

- Marshmallow experiment. Recuperado em 15 de abril de 2014, de <http://www.youtube.com/watch?v=x3S0xS2hdi4>.
- Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo.
- Medeiros, A. S. V. (2009) de. *Análise técnica: um estudo empírico à luz das finanças comportamentais*. Dissertação de Mestrado - Economia – Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa.
- Medeiros, F. (2013). *O que houve com o mercado de capitais brasileiro – Info Money*. Recuperado em 10 de novembro de 2013, de <http://www.infomoney.com.br/blogs/maxima-performance/post/3043846/que-houve-com-mercado-capitais-brasileiro>.
- Milanez, D. Y. (2003). *Finanças comportamentais no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Mongin, Philippe. (1997). Expected utility theory. prepared for the *Handbook of economic methodology*. (longer version).
- Morani, L. da S. C. (n.d.). Fatores que influenciam a decisão dos investidores individuais sob a ótica da realidade brasileira: Behavioral Finance. *Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica - CNPQ*. Disponível em: <http://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/publicacoes/fatores_que_influenciam_a_decisao_dos_investidores_individuais_sob_a_otica_da_realidade_brasileira.pdf> . Acesso em: 17/11/2013.
- Odean, T. (1998, out.). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Paiva, F. D. (2009, jun). A influência de vieses cognitivos sob o processo decisório estratégico dos gestores financeiros. *ANPAD – IV Encontro de estudos em estratégia*. Recife.
- Park, J. (2012). *Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development (IMF working paper)*. Recuperado em 14 de setembro de 2013, de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf>.

- Pinto, E. (2011). Prefácio. In: Soares, G. et al. *Casos de Sucesso no Mercado de Ações: aprenda com quem venceu nas altas e baixas da bolsa de valores*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Rabelo Jr., T. S., & Ikeda, R. H. (2004, jan/abr). Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade e Finanças USP, São Paulo*, 34, 97-107.
- Rogers, P., Favato, V., & Securato, J. R. (n.d.). Efeito de educação financeira no processo de tomada de decisão em investimentos: um estudo à luz das finanças comportamentais. Recuperado em 03 de dezembro 2013, de <http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/anpcont2.pdf>.
- Rodrigues, A. C. (2012). A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. *SCIENTIA IURIS, Londrina*, 16(2), 107-128.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status Quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1, 7-59.
- Santos, J. O. dos, & Barros, C. A. S. (2011, jan/mar). O que determina a tomada de decisão financeira: razão ou emoção? *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(38), 7-20.
- Securato, J. R. (1996). *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas.
- Severino, A. J. (2007). *Metodologia do Trabalho Científico*, 23ª ed. São Paulo: Cortez.
- Shafir, E., & Thaler, R. (2006). Invest now, drink later, spend never: on the mental accounting of delayed consumption. *Journal of Economic Psychology*, 27, 694-712.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985, jul.). The disposition effect to sell winners too early and ride losers too long. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Shiller, R. J. (2000). *Exuberância Irracional*. (Rosa, M. L. G. L., Trad., Carvalheiro, N., Ver. Técnica), São Paulo: Makron Books.
- Simon, H. A. (1955, fev). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118.

- Simon, H. A. (1972) Theories of bounded rationality. *In*: McGuire, C. B., & Radner, Roy. Decision and Organization. Amsterdam, North-Holland Pub. Co., 1972. Recuperado em 10 de abril de 2014, de http://innovbfa.viabloga.com/files/Herbert_Simon___theories_of_bounded_rationality___1972.pdf.
- Soares, G. *et al.* (2010). *Comunicação no mercado financeiro: um guia para relações com investidores*. São Paulo: Saraiva.
- Statman, M. (1999, nov/dez). Behavioral finance: past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18-27.
- Strough, J., Mehta, C. M., McFall, J. P., & Schuller, K. L. (2008). Are Older Adults Less Subject to the Sunk-Cost Fallacy Than Younger Adults? *Psychological Science* July, 19(7), 650-652.
- Strough, J., Schlosnagle, L., & DiDonato, L. (2011). Understanding decisions about sunk costs from older and younger adults' perspectives. *The Journals of Gerontology, Series B: Psychological Sciences and Social Sciences*, 66(6), 681-686.
- Sultana, S. T., & e Pardhasaradhi, S. (2012). An empirical analysis of factors influencing indian individual equity investors' decision making and behavior. *European Journal of Business and Management*, 4(18), 50-61.
- Teixeira, A. J. C. (2002). *A utilização de informações contábeis no processo decisório de gestores de médias empresas industriais no Estado do Espírito Santo: uma abordagem multidisciplinar*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Telles, R. (2001, out/dez). A efetividade da matriz de amarração de Mazzon nas pesquisas em Administração. *Revista de Administração, São Paulo*, 36(4), 64-72.
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 1985.
- Thaler, R. (2000). From homo economicus to homo sapiens. *The Journal of Economic Perspectives*, 14(1), 133-141.
- Thaler, R., & Shefrin, H. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392-406.

The World Bank. (2012). *Listed domestic companies, total - 2012*. Recuperado em 20 de setembro de 2013, de <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974, set.). Judgement under uncertainty: heuristics and biases. *Science, New Series*, 185(4157), 1124-1131.

Vieira, T. R. C., & Pereira, A. N. (2009, out/dez). Finanças comportamentais no Brasil: um estudo bibliométrico (2001-2007). *Revista de Gestão USP, São Paulo*, 16(4), 45-59.

Yoshinaga, C. E., Oliveira, R. F. de, Silveira, A. D. M. da, e C. Barros, L. A. B. de. (2008, jul/set). Finanças comportamentais: uma introdução. *Revista de Gestão USP*, 15(3), 25-35.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Termos de solicitação para realização da pesquisa

APÊNDICE B – Evidências de divulgação da pesquisa

APÊNDICE C – Questionário para pesquisa

APÊNDICE D – Projetos e iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais
brasileiro

APÊNDICE E – Análise das respostas de não investidores

APÊNDICE A - Termos de solicitação para realização da pesquisa

São Paulo, 03 de dezembro de 2013.

Ao Senhor

Dr. Devanir da Silva

M.D. Superintendente da ABRAPP – Associação Brasileira das

Entidades Fechadas de Previdência Privada

São Paulo, SP

Prezado Senhor,

Estou no momento orientando a Srta. Bianca Simões Cotrim, dentro do Programa de Pós Graduação em Contabilidade e Controladoria do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – EAC/FEA/USP. Minha orientanda está desenvolvendo uma pesquisa sobre os fatores que influenciam a decisão de investimento dos investidores individuais no mercado de capitais brasileiro, cujo objetivo principal é identificar esses fatores e analisar a relação destes com aspectos socioeconômicos dos referidos investidores.

2. O desenvolvimento da pesquisa será realizado com a aplicação de questionário eletrônico, via internet, utilizando-se software de questionário. Dessa forma, a avaliação ocorrerá a partir da obtenção de dados primários fornecidos pelos responsáveis das respostas da pesquisa.

3. Portanto, solicitamos a V. Sa. contribuir com esse estudo, permitindo a participação da ABRAPP no referido projeto, divulgando e incentivando os participantes das entidades Fechadas de Previdência Privada a responder essa pesquisa. Comprometemo-nos a garantir o sigilo de todos os que responderem.

4. Finalmente, gostaríamos de salientar que os resultados alcançados pela pesquisa serão disponibilizados e enviados a V. Sa., bem como a todos os participantes que assim o desejarem, como forma de agradecimento ao apoio à pesquisa.

Desde já agradecemos a atenção de V. Sa. e colocamo-nos à disposição para maiores esclarecimentos.

Atenciosamente,

Iran Siqueira Lima
Professor do Departamento de
Contabilidade e Atuária da FEA/USP
Matrícula USP: 89796
RG CORECON: 1ª Região 4587
CPF: 035.001.957-68

Bianca Simões Cotrim
Mestranda em Contabilidade e
Controladoria do EAC/FEA/USP
Nº USP: 8091612
RG: 46.009.813-5
CPF: 229.770.338-40

São Paulo, 03 de dezembro de 2013.

Ao Senhor
Dr. Edemir Pinto
M.D. Diretor Presidente da BM&FBOVESPA
São Paulo, SP

Prezado Senhor,

Estou no momento orientando a Srta. Bianca Simões Cotrim, dentro do Programa de Pós Graduação em Contabilidade e Controladoria do Departamento de Contabilidade e Atuária, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – EAC/FEA/USP. Minha orientanda está desenvolvendo uma pesquisa sobre os fatores que influenciam a decisão de investimento dos investidores individuais no mercado de capitais brasileiro, cujo objetivo principal é identificar esses fatores e analisar a relação destes com aspectos socioeconômicos dos referidos investidores.

2. O desenvolvimento da pesquisa será realizado com a aplicação de questionário eletrônico, via internet, utilizando-se software de questionário. Dessa forma, a avaliação ocorrerá a partir da obtenção de dados primários fornecidos pelas pessoas que responderem à pesquisa.

3. Portanto, solicitamos a V. Sa. contribuir com esse estudo, permitindo a participação da BM&FBOVESPA no referido projeto, encaminhando e divulgando o link da pesquisa aos clubes de investimento para que os investidores possam respondê-la. Comprometemo-nos a garantir o sigilo de todos os que responderem.

4. Finalmente, gostaríamos de salientar que os resultados alcançados pela pesquisa serão disponibilizados e enviados a V. Sa., bem como a todos os participantes que assim o desejarem, como forma de agradecimento ao apoio à pesquisa.

Desde já agradecemos a atenção recebida e colocamo-nos à disposição para maiores esclarecimentos.

Atenciosamente,

Iran Siqueira Lima
Professor do Departamento de
Contabilidade e Atuária da FEA/USP
Matrícula USP: 89796
RG CORECON: 1ª Região 4587
CPF: 035.001.957-68

Bianca Simões Cotrim
Mestranda em Contabilidade e
Controladoria do EAC/FEA/USP
Nº USP: 8091612
RG: 46.009.813-5
CPF: 229.770.338-40

De: Bianca Simões Cotrim <bia.cotrim89@gmail.com>
Para: Corretoras
Data: 9 de março de 2014 19:48
Assunto: Apoio à divulgação de pesquisa de mestrado

Prezados,

Estou realizando uma pesquisa acadêmica no mestrado de contabilidade e controladoria da FEA USP, sobre fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro, sob orientação do Prof. Dr. Iran Siqueira Lima.

Gostaria de solicitar o apoio dessa instituição no projeto que está sendo desenvolvido, encaminhando e divulgando o link da pesquisa aos clubes de investimento para que os investidores possam respondê-la. Comprometo-me a garantir o sigilo de todos os que responderem, cuja participação será de imenso valor e auxiliará a traçar um quadro geral da situação atual sobre o tema.

O tempo estimado para responder o questionário online é de cerca de 10 minutos.

Finalmente, gostaria de salientar que os resultados alcançados pela pesquisa serão disponibilizados e enviados à instituição, bem como a todos os participantes que assim o desejarem, como forma de agradecimento ao apoio à pesquisa.

O link para acessar a pesquisa é:

https://pt.surveymonkey.com/s/BiancaCotrim_Clubes_de_Investimento

Este link estará disponível para respostas até dia 22 de março de 2014.

Desde já agradeço a atenção recebida e coloco-me à disposição para maiores esclarecimentos.

Obrigada,

Bianca Simões Cotrim
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria – FEA USP
Email: bia.cotrim89@gmail.com

Bianca Simões Cotrim via LinkedIn < member@linkedin.com >:

LinkedIn

Para: _____

Data: 23 de fevereiro, 2014

Assunto: Pesquisa mestrado - convite

Boa tarde!

Estou realizando uma pesquisa acadêmica no mestrado de contabilidade e controladoria da FEA USP, sobre fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro.

Gostaria de convidá-lo a participar dessa pesquisa respondendo a um questionário online cujo tempo estimado é de cerca de 10 minutos. Sua participação será de imenso valor e auxiliará a traçar um quadro geral da situação atual sobre o tema.

O link para acessar a pesquisa é: https://pt.surveymonkey.com/s/BiancaCotrim_LINKEDIN

Este link estará disponível para respostas até dia 08 de março de 2014.

Agradeço desde já a sua atenção.

Obrigada,

Bianca Simões Cotrim

Bianca Simões Cotrim via Facebook

Para: _____

Data: 5/3/2014

Bom dia!

Estou realizando uma pesquisa acadêmica no mestrado de contabilidade e controladoria da FEA USP, sobre fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro.

Gostaria de convidá-lo a participar dessa pesquisa respondendo a um questionário online cujo tempo estimado é de cerca de 10 minutos. Sua participação será de imenso valor e auxiliará a traçar um quadro geral da situação atual sobre o tema.

O link para acessar a pesquisa é: https://pt.surveymonkey.com/s/BiancaCotrim_FACEBOOK

Este link estará disponível para respostas até dia 15 de março de 2014.

Agradeço desde já a sua atenção.

Obrigada,

Bianca Simões Cotrim

Bianca Simões Cotrim via Facebook

Para: Blog

Data: 9/3/2014 14:37

Boa tarde!

Estou realizando uma pesquisa acadêmica no mestrado de contabilidade e controladoria da FEA USP, sobre fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro. Gostaria de pedir sua ajuda para disponibilizar / encaminhar o link desta pesquisa através do Blog.

O questionário online tem tempo estimado de cerca de 10 minutos e a participação dos investidores individuais será de imenso valor e auxiliará a traçar um quadro geral da situação atual sobre o tema.

O link para acessar a pesquisa é: <https://pt.surveymonkey.com/s/Blog>

Este link estará disponível para respostas até dia 22 de março de 2014.

Agradeço desde já a sua atenção e ajuda.

Obrigada,

Bianca Simões Cotrim

APÊNDICE B – Evidências de divulgação da pesquisa

De: Anna Carolina da Silva Gonçalves <annacarolina@abrapp.org.br>

Enviada: Sexta-feira, 13 de Dezembro de 2013 15:57

Para: iranlima@uol.com.br <iranlima@uol.com.br>

Assunto: Solicitação de Apoio Institucional

Prezado Dr. Iran Siqueira, Boa Tarde!

Em atenção a sua carta datada de 03/12/13, versando sobre a realização de pesquisa relativa a identificação de fatores que orientam as decisões individuais de investimentos, manifestamos a nossa disponibilidade em colaborar, divulgando-a entre as nossas associadas.

Pedimos informar-nos o endereço de acesso eletrônico ao questionário para subsidiar a divulgação em nossa mídia interna.

Cordialmente,

Devanir Silva

Superintendente Geral

De: Anna Carolina da Silva Gonçalves <annacarolina@abrapp.org.br>
Para: Bianca Simões Cotrim <bia.cotrim89@gmail.com>
Cc: "iranlima@uol.com.br" <iranlima@uol.com.br>
Data: 28 de janeiro de 2014 09:16
Assunto: RES: Solicitação de Apoio Institucional

Prezada Bianca, Bom Dia!

Apenas a título de conhecimento, comunicamos que a pesquisa foi divulgada em nosso informativo as associadas nas datas de ontem e hoje, através do Diário de Notícias, conforme nota abaixo:

Mestrado

É de estimados 10 minutos o tempo necessário para que os nossos gestores de ativos respondam a uma pesquisa acadêmica relativa aos fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro. Trata-se de um trabalho para fins de mestrado e por sua importância e oportunidade é mais que justo e necessário que contribuamos. Quem está à frente é Bianca Simões Cotrim, Mestranda do Programa de Pós Graduação em Contabilidade e Controladoria da USP - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. O link para responder hoje (dia 28) é https://pt.surveymonkey.com/s/BiancaCotrim_ABRAPP

Permanecemos à disposição.

Atenciosamente,

Anna Carolina da Silva Gonçalves
Superintendência Geral
Tel: (11) 3043-8745
Fax: [\(11\) 3043-8778/80](tel:(11)3043-8778/80)

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
SINDAPP - Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
<http://www.portaldosfundosdepensao.org.br/>

Notícias o dia inteiro no www.facebook.com/abrapp

Prezado(a) Bianca Simões Cotrim,

O Serviço de Atendimento ao Público da BM&FBOVESPA agradece seu contato. Mediante sua solicitação de protocolo **20168321**, informamos o abaixo disposto:

Informamos que sua demanda deve ser encaminhada aos Administradores de clubes de investimento, que são as Instituições que possuem o relacionamento comercial com os cotistas dos clubes.

A relação de Administradores e clubes de investimento está disponível no site da BM&FBOVESPA., no menu Participantes / Corretoras, e faça uma filtragem selecionando Clube de investimentos.

Para mais informações, estamos a disposição.

Atenciosamente,

Serviço de Atendimento ao Público da BM&FBOVESPA

(11) 3272-7373

APÊNDICE C – Questionário para pesquisa

Fatores que influenciam a decisão de investimentos**Introdução**

Esta é uma pesquisa acadêmica do mestrado da FEA USP relativa a fatores que influenciam a decisão de investimentos financeiros do brasileiro.

Sua participação é fundamental. As informações coletadas são confidenciais. A análise dos resultados da pesquisa será tratada de forma agrupada, sem divulgação de informações individuais.

Instruções: A pesquisa tem o tempo estimado para conclusão de cerca de 10 minutos. As questões devem ser sempre respondidas para passar às próximas.

Você poderá voltar às páginas anteriores do questionário e atualizar as respostas existentes, desde que o questionário não tenha sido concluído ou que não tenha saído dele. Entretanto, ao retornar os dados registrados precisarão ser novamente respondidos, pois o aplicativo elimina as respostas realizadas. Depois de concluído, você não poderá entrar novamente no questionário.

Atenção: Para dispositivos móveis como iPad, recomenda-se o uso do navegador Safari.

Em caso de dúvidas, contate a pesquisadora pelo email: bianca.cotrim@usp.br

Obrigado por sua participação.

Bianca Simões Cotrim
Mestranda do Programa de Pós Graduação em Contabilidade e Controladoria
Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Iran Siqueira Lima (orientador)
Professor do Departamento de Contabilidade e Atuária
Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

1. Se desejar receber os resultados desta pesquisa, por favor, preencha seu email no quadro a seguir:

***2. Assinale por meio de qual canal tomou conhecimento desta pesquisa:**

☐ ABRAPP

☐ FACEBOOK

☐ BM&FBOVESPA

☐ LINKEDIN

☐ Outro (especifique)

Fatores que influenciam a decisão de investimentos

Perfil do Respondente

*3. Sexo

☐ Masculino

☐ Feminino

*4. Estado Civil

☐ Solteiro

☐ União estável

☐ Divorciado

☐ Casado

☐ Separado

☐ Viúvo

*5. Idade

Anos

*6. Formação acadêmica (curso completo)

☐ Sem formação acadêmica

☐ Superior

☐ Doutorado

☐ Fundamental

☐ Especialização

☐ Pós-Doutorado

☐ Médio

☐ Mestrado

*7. Se você tem formação acadêmica superior (curso completo), indique em que área. Se não, indique "Não aplicável".

☐ Não Aplicável

☐ Direito

☐ Medicina

☐ Administração

☐ Economia

☐ Pedagogia

☐ Arquitetura

☐ Engenharia

☐ Psicologia

☐ Artes

☐ Física

☐ Odontologia

☐ Atuária

☐ Jornalismo

☐ Química

☐ Biologia

☐ Letras

☐ Contabilidade

☐ Matemática

☐ Outro (especifique)

8. Renda média mensal (individual)

☐ 1. Acima de R\$10.000,00

☐ 4. De R\$2.000,01 a R\$4.000,00

☐ 2. De R\$7.000,01 a R\$10.000,00

☐ 5. De R\$1.000,01 a R\$2.000,00

☐ 3. De R\$4.000,01 a R\$7.000,00

☐ 6. De R\$0,00 a de R\$1.000,00

*9. Você é investidor no mercado de capitais?

☐ Sim

☐ Não

Se sim, indique há quanto tempo (anos)

Fatores que influenciam a decisão de investimentos

***10. Como você avalia seu conhecimento nos seguintes temas? (Considerando 1-Nenhum e 10-Excelente),**

[illegible]

Fatores que influenciam a decisão de investimentos

*13. Com que frequência você revê SEUS VALORES de:

	1.Nunca	2.Anual	3.Mensal	4.Semanal	5.Diária	6.Não se aplica
Investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros)	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras)	☐	☐	☐	☐	☐	☐

*14. Qual a importância que você atribui às fontes listadas a seguir para o processo decisório de investimentos financeiros? Considerando: 1-Nenhuma importância e 10-Extrema importância.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Conselho de amigos	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Conselho de especialistas	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Informações diretas das companhias	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Jornais e revistas	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Publicações especializadas	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Relatórios contábeis e financeiros	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Rumores de mercado	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

*15. O que influencia o COMPORTAMENTO financeiro: razão ou emoção?

	1.Só razão	2.Mais razão	3.Razão e emoção	4.Mais emoção	5.Só emoção
O meu comportamento	☐	☐	☐	☐	☐
O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola	☐	☐	☐	☐	☐

APÊNDICE D – Projetos e iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro

No final dos anos 60 e início dos anos 70, houve no Brasil uma euforia de crescimento que ampliou os lucros, levando a uma corrida de investidores às bolsas de valores, que culminou no *boom* dela em 1971. “A fase de alta trouxe para a bolsa de valores empresas de todos os tipos e diversos investidores [...] porém sem técnica e com a intenção de fazer fortuna rapidamente”. (Andrezo & Lima, 2007, p. 86). Rodrigues (2012) resume que “o incentivo irrestrito ao mercado de capitais ocorreu de forma displicente e imatura, sem [...] permitir o amadurecimento e educação dos pequenos investidores.”.

O número de investidores pessoa física no mercado de capitais brasileiro tem aumentado nos últimos anos, mas esse número ainda está aquém das expectativas da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2010, p. 30). Para que mais investidores possam entrar no mercado, também é necessário que mais empresas abram capital para atrair esses investidores. Comparando o número de empresas listadas no Brasil com outros países emergentes, observa-se que no Brasil esse número é inferior. (The World Bank, 2012)

Para proporcionar o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais atraindo investidores, alguns órgãos e instituições tem tido iniciativas e implantado projetos nos últimos anos. Abaixo serão apresentados alguns deles:

Plano diretor do mercado de capitais

Em 2002, foi lançada a primeira versão do Plano Diretor do Mercado de Capitais (PDMC) com envolvimento de diversas organizações, devido à necessidade de criar condições para o mercado de capitais brasileiro “cumprir com eficiência sua missão de mobilizar recursos de poupança e oferecer as condições financeiras necessárias para a retomada e sustentação do crescimento econômico, a geração de empregos e a democratização de oportunidades e do capital”. (BM&FBOVESPA, 2008, p. 3). Para isso, foram estabelecidas 50 ações específicas.

Em 2008, viu-se a necessidade de “avanços em termos de transparência, governança e implementação de processos de gestão de risco”. (BM&FBOVESPA, 2008, p. 10). Dessa

forma, no plano diretor de 2008 decidiu-se focar nos seguintes temas (BM&FBOVESPA, 2008, p. 10):

1. Governança corporativa e proteção ao investidor;
2. Educação financeira, (*suitability*) e o mercado de capitais;
3. Mercado secundário de valores mobiliários (securitização);
4. Regulação e auto regulação do mercado de capitais;
5. Impostos e mercado de capitais: carga tributária, economia informal e tributação das operações de mercado;
6. O financiamento de projetos de longo prazo, inclusive projetos de infraestrutura, de habitação e do empreendedorismo;
7. Difusão do uso do mercado de capitais por parte das empresas;
8. Formação da poupança previdenciária; previdência complementar para os setores público e privado e a necessidade da reforma previdenciária.

CEMEC – estratégia de acesso ao mercado de capitais

O Centro de Estudos de Mercado de Capitais do Instituto IBMEC tem como objetivo é avaliar, divulgar e promover debates sobre o desempenho e a funcionalidade do mercado de capitais brasileiro. (Instituto IBMEC, 2013a)

Uma de suas recentes iniciativas foi a proposta para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais, como forma de promover o acesso de empresas ao mercado de capitais, em que avaliaram algumas das dificuldades em se ingressar nesse mercado, e propuseram ações como criação de núcleos regionais de mercado de capitais, regulamentação da desconsideração da personalidade jurídica, novo modelo previdenciário para novos trabalhadores, simplificar a tributação de ações, tributação para estrangeiros em fundos mútuos de investimento, mudança da tributação do investimento de longo prazo para Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEEs) e Fundos de Investimento em Participação (FIPS) e flexibilização de obrigatoriedade da publicação de balanços no Diário Oficial. (Instituto IBMEC, 2013b).

ENEF – Estratégia Nacional de Educação Financeira

Conforme apresentação do grupo de trabalho criado pela deliberação do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC), nº 03, de 31 de maio de 2007, para desenvolver e propor uma Estratégia Nacional de Educação Financeira, os “fatores contemporâneos para a relevância atual da educação financeira” são:

- Maior complexidade e variedade de produtos financeiros.
- Facilidade de acesso (*home-broker/web-trading*) a ativos de risco.
- Maior parcela de responsabilidade individual acerca da segurança financeira no futuro (progressiva substituição do Estado pela capitalização individual).
- Maior expectativa de vida após a aposentadoria, com maior expectativa de gastos (encarecimento das tecnologias de saúde).
- Expansão e popularização do crédito. Superendividamento.
- Isolamento financeiro (nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), de 3 a 10% da população não possui conta bancária).
- Aumento dos golpes financeiros: eletrônicos ou divulgados via Internet.

Esse grupo estabeleceu propostas de ação para a implantação do programa, sendo que em 22 de dezembro de 2010, através do decreto nº 7.397, foi instituída a Estratégia Nacional de Educação Financeira – ENEF, que de acordo com o Art. 1º, tem a “finalidade de promover a educação financeira e previdenciária e contribuir para o fortalecimento da cidadania, a eficiência e solidez do sistema financeiro nacional e a tomada de decisões conscientes por parte dos consumidores”. (Banco Central do Brasil, 2010).

CVM – Portal do investidor e aprendizagem virtual gratuita

A CVM (2013b) disponibilizou o site “Portal do Investidor” (<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>) para instruir os interessados no mercado de capitais. Nesse site as informações são segregadas para diferentes tipos de público, da seguinte forma: “Primeiros Passos”, “Investidor”, “Acadêmico”, “Investidor Estrangeiro” e um ambiente de “Atividades”.

Nos “Primeiros Passos” é feita uma apresentação inicial do mercado e dos direitos do investidor, explicando conceitos e possibilidades relacionados a investimento, bem como sobre o papel da CVM.

Já no campo de “investidor” há uma abrangência maior sobre produtos do mercado de capitais e uma explicação mais detalhada sobre o papel da CVM e de outros agentes envolvidos no mercado, como Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários e Bancos de Investimento. Nesta seção também há explicações sobre o funcionamento do mercado de capitais como um todo.

Na seção “acadêmico” o foco é o conhecimento sobre o mercado de capitais, portanto são apresentados artigos, matérias, trabalhos e publicações sobre esse assunto além das legislações relacionadas ao mercado de capitais. Também é explicado o funcionamento do concurso de monografia, que é um incentivo para estudantes estudarem e pesquisarem assuntos relacionados ao mercado, do circuito universitário e do programa TOP, que é um programa de treinamento para professores para promover a atualização de conhecimentos.

A parte de “Investidor estrangeiro”, além de abordar aspectos como história do mercado, estrutura do SFN e legislação, apresentam dados estatísticos e outras informações sobre a economia brasileira.

Por fim, a seção de “Atividades” procura atingir tanto crianças quanto adolescentes e adultos, através do portal infantil e do o ambiente de aprendizagem virtual, em que ficam disponíveis cursos *e-learning*. Nesta parte também estão presentes publicações como o guia do investidor e o livro “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro”, que é uma iniciativa do Comitê Consultivo de Educação da CVM que envolve também outras organizações.

CVM – Comitê para discussão sobre educação financeira e decisão de investidores

Após um evento sobre finanças comportamentais ocorrido em 10/12/2013 no Rio de Janeiro, o presidente da CVM, Leonardo Pereira, falou sobre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estar estudando a criação de um comitê com cientistas, médicos, profissionais de educação e psicólogos para discutir questões de educação financeira e entender como o

investidor toma suas decisões. Isso é um dos fatores que mostra a crescente importância do tema.

A reportagem sobre o assunto foi divulgada no jornal Valor Econômico em 11/12/2013: <http://www.valor.com.br/financas/3368232/cvm-discute-comportamento-do-investidor#ixzz2nSPeBe1j>

Em 2014 foi criado esse comitê com o nome de Núcleo de Estudos Comportamentais (NEC), composto por profissionais de ramos diversificados.

FGV – Centro de estudos em finanças – Núcleo de Finanças Comportamentais

A Fundação Getúlio Vargas (FGV) criou o Núcleo de Finanças Comportamentais para difundir estudos e aplicações sobre finanças comportamentais voltados para a comunidade como um todo, permitindo um melhor desenvolvimento do mercado financeiro, academia, e famílias.

Esse núcleo está divulgando o Primeiro Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, que acontecerá nos dias 19 e 20 de agosto de 2014.

BM&FBOVESPA – Educacional

Assim como no Portal do Investidor disponibilizado pela CVM, no site da BM&FBOVESPA existem orientações sobre “como investir”, além de uma seção destinada à educação em que são oferecidos cursos online e presenciais gratuitos para o desenvolvimento do investidor.

O programa Turma da Bolsa tem como objetivo introduzir a educação financeira às crianças, desde novas, tendo contato com vídeos que ensinam as crianças a lidarem com dinheiro. (BM&FBOVESPA, 2013d).

Outras iniciativas promovidas pela BM&FBOVESPA são o “BM&FBOVESPA vai até você”, “Mulheres em ação”, “Desafio BM&FBOVESPA”, Concurso de monografia, “Papo de bolsa”, “TV educação financeira” e “Dinheiro no Bolso”.

BM&FBOVESPA – Programa de incentivo – expansão de base de investidores pessoa física

01 de outubro de 2013
070/2013-DP

OFÍCIO CIRCULAR

Participantes dos Mercados da BM&FBOVESPA – Segmentos BOVESPA e BM&F

Ref.: **Expansão da Base de Investidores Pessoa Física do Mercado a Vista de Ações – Programa de Incentivo.**

Visando o aumento da base de investidores de varejo, a Bolsa apresenta o Programa de Expansão da Base de Investidores do Mercado a Vista de Ações da BM&FBOVESPA (“**Programa**”), que estará em vigor até **30/09/2018**.

Essa iniciativa objetiva disseminar a cultura de investimento e estimular a formação de poupança de longo prazo por meio de programas de incentivos à atuação das corretoras.

Para as corretoras de valores e distribuidoras de valores autorizadas e também autorizadas como agentes de custódia (“**Corretoras**”), que prospectarem novos investidores pessoa física, o **Programa** contemplará a concessão de crédito proporcional ao número de novos investidores; ao saldo de custódia em valor financeiro; e ao prazo que tais investidores mantiverem ações em custódia.

Além da posição em custódia de ações, o **Programa** também prevê a constituição de créditos para os saldos em custódia de BDRs, ETFs, fundos de investimento imobiliário, bem como para saldo em custódia de debêntures, certificados e outros títulos ou valores mobiliários depositados na Central Depositária.

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
Praça Antonio Prado, 48 – 01010-901 – São Paulo, SP
Tel.: (11) 2565-4000 – Fax (11) 2565-7737
www.bmfbovespa.com.br

ANBIMA – Prioridades Estratégicas

Uma das prioridades estratégicas da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) para os próximos anos é incentivar a educação financeira do investidor, e eles apontam como objetivos (ANBIMA, 2013a):

- Tornar a ANBIMA um dos principais provedores de conteúdos para o investidor;
- Criar nova abordagem de informação e comunicação junto ao investidor para promover a mudança de comportamento social em relação ao dinheiro e investimentos;
- Conscientizar o profissional certificado sobre seu papel frente às novas demandas do mercado e dos investidores;
- Engajar os associados na disseminação do conteúdo de educação de investidores.

ANBIMA – Análise do Perfil do Investidor

Desde 2010 vem sendo exigido pela ANBIMA a aplicação de questionários aos investidores pelas instituições financeiras para obter uma melhor percepção sobre seus conhecimentos e objetivos e poder adequar os investimentos pretendidos ao perfil de risco do cliente, buscando melhor análise do todo para elaboração da carteira do cliente, sendo que a metodologia do questionário seria definida por cada instituição financeira. Essa análise era exigida para clientes que pretendiam efetuar aplicações em fundos de ações, multimercado e renda fixa de crédito privado. (ANBIMA, 2010, p. 5)

Em julho de 2011, a ANBIMA deliberou pela ampliação do processo de Análise de Perfil do Investidor (API) na distribuição de produtos de investimento no Varejo, sendo que a partir de 26/07/2012 todos os investidores que adquirissem Fundos de investimento, Fundos Estruturados e Produtos de Tesouraria, deveriam passar pelo processo de API e, a partir de 26/01/2013, todos os investidores que adquirissem, além dos listados anteriormente, os Produtos de Corretora, deveriam passar pelo processo de API. (ANBIMA, 2011)

Em julho de 2012, a ANBIMA prorrogou os prazos para ampliação do processo de análise de API para 31/03/2013, para que dessa forma as instituições tivessem maior tempo para adequação operacional e tecnológica. (ANBIMA, 2012a; 2012b).

Em setembro de 2013 a ANBIMA (2013b) divulgou diretrizes para adequação do perfil do investidor como forma de dar continuidade ao aprimoramento dessa adequação, apontando práticas gerais a serem adotadas pelas instituições, inclusive na elaboração de manual contendo o procedimento adotado para verificar a adequação dos investimentos ao perfil do investidor, devendo esse ter, no mínimo, informações sobre coleta de informações, classificação de perfil do investidor, classificação dos produtos de investimento, adequação do perfil, ausência de perfil, comunicação com investidores, procedimento operacional, divergência de perfil, alteração de perfil e controles internos. Outras práticas a serem adotadas são a adoção de controles internos e elaboração de laudos a serem enviados à ANBIMA.

Com essas exigências, a análise e adequação do perfil do investidor foram implantadas e têm sido aplicadas pelas instituições financeiras.

APÊNDICE E – Análise das respostas de não investidores no mercado de capitais²⁵

Como o foco deste trabalho eram os investidores individuais no mercado de capitais brasileiro, na análise dos resultados foram explicados somente os resultados obtidos com esse grupo de respondentes.

No entanto, como não investidores também responderam ao questionário, suas respostas relacionadas a questões de investimento seriam hipotéticas, e com isso, poderíamos perceber a quais vieses cognitivos eles estariam mais propensos caso fossem investir no mercado. Isso pode ser uma ferramenta para entender a intensidade de vieses em possíveis futuros investidores no mercado, o que também auxiliaria na propagação de práticas para instruir tanto investidores quanto possíveis investidores.

Dessa forma, a seguir serão apresentados os dados obtidos com as respostas de não investidores (foram, no total, 77 respondentes que não são investidores).

1. Aversão à perda

Q11-A1- Num investimento arrisco perder se há uma chance maior de ganhar.

Gráfico 1 – Intensidade de aversão à perda em não investidores

²⁵ Neste tópico, quando utilizado o termo “não investidores” entende-se “não investidores no mercado de capitais”.

Para os não investidores a média intensidade do viés foi predominante, mas, comparativamente aos investidores, aqueles que não investem demonstraram maior aversão à perda.

2. Representatividade

Q11-A2- Só faço um investimento se o mercado está favorável.

Gráfico 2 – Intensidade de representatividade em não investidores - 1

Dos 77 não investidores, 42,86% apresentaram alta intensidade do viés. Essa é uma situação contrária dos investidores, que apresentaram baixa intensidade do viés.

Q11-A4- Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.

Gráfico 3 – Intensidade de representatividade em não investidores – 2

Assim como na questão anterior, os não investidores apresentaram maior intensidade do viés de representatividade que os investidores.

3. Conhecimento em contabilidade e finanças

Q11-A3- É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.

Gráfico 4 – Conhecimento em contabilidade e finanças – não investidores – 1

Assim como os investidores, os não investidores apontaram maior conhecimento em contabilidade e finanças.

Q11-A7- Quanto maior o risco, maior é o retorno que se espera de um investimento.

Para esta questão a maior parte de não investidores também demonstrou maior conhecimento em contabilidade e finanças.

Gráfico 5 – Conhecimento em contabilidade e finanças – não investidores – 2

4. Comportamento de manada

Q11-A5- Não tenho medo de errar sozinho.

Gráfico 6 – Intensidade de comportamento de manada em não investidores - 1

Apesar de 37,66% dos não investidores apresentarem baixa intensidade do comportamento de manada, 38,96% mostram média intensidade do viés e 23,38%, alta intensidade, que é uma proporção maior que a dos investidores, mostrando que esse viés tem maior influência em não investidores.

5. Aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irre recuperáveis

Q11-A6- Não vendo se estiver no prejuízo.

Gráfico 7 – Intensidade de aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irre recuperáveis em não investidores

A intensidade média é predominante, mas, comparado aos investidores, os não investidores apresentam maior propensão ao viés, sendo que 31,17% deles tem alta intensidade de aversão à perda, efeito disposição e falácia dos custos irre recuperáveis.

6. Aversão à perda e efeito certeza

Q11-A8- Prefiro investimentos que gerem dividendos/juros sobre capital próprio (retiradas periódicas) do que em valorização.

Gráfico 8 – Intensidade de aversão à perda e efeito certeza em não investidores

O resultado para estes vieses foi bem próximo a de investidores, sendo que há dominância de média intensidade para os vieses.

7. Autocontrole

Q11-A9- Prefiro investimentos automáticos, via débito em conta ou desconto em folha.

Gráfico 9 – Intensidade de falta de autocontrole em não investidores

Apesar de a baixa intensidade ser predominante (36,36%), quando comparado aos investidores os não investidores apresentam maior intensidade do viés.

8. Contabilização mental

Q11-A10- Prefiro analisar cada um de meus investimentos de forma separada.

Gráfico 10 – Intensidade de contabilização mental em não investidores

Quase em mesma proporção que os investidores, 66,23% dos não investidores apresentaram alta intensidade de contabilização mental.

9. Falácia dos custos irrecuperáveis

Q11-A11- Se uma empresa em que investi muito está com queda no valor das ações, prefiro manter o investimento para tentar recuperar o valor.

Gráfico 11 – Intensidade de falácia dos custos irre recuperáveis em não investidores

Os não investidores apresentam maior propensão à falácia dos custos irre recuperáveis do que os investidores, pois apenas 12,99% dos não investidores apresentam baixa intensidade do viés, enquanto que dos investidores, 27,50% apresentaram baixa intensidade.

10. Viés de confirmação

Q11-A12- Prefiro não olhar meus investimentos quando fico sabendo que o mercado está em queda.

Gráfico 12 – Intensidade do viés de confirmação em não investidores

Para esta questão a proporção de pessoas em cada intensidade foi parecida, sendo que tanto investidores quanto não investidores, em sua maioria, a baixa intensidade do viés foi predominante.

11. Racionalidade

Q11-A13- Para decidir em que empresa investir, utilizo demonstrações contábeis/relatórios financeiros como fontes de informação.

Gráfico 13 – Intensidade de propensão à utilização de demonstrações contábeis por não investidores

Dos não investidores, 55,84% indicam maior propensão à utilização de demonstrações contábeis para escolher empresa para investir.

12. Ancoragem

Q12-A1- O desconto em relação à tabela é uma referência útil na compra.

Gráfico 14 – Intensidade de ancoragem em não investidores

Uma maior proporção de não investidores (55,84%) apresentou maior intensidade do viés de ancoragem que os investidores (46,25%). Ainda assim nos dois casos existe alta intensidade do viés.

13. Autocontrole

Q12-A2- Se não tenho uma prestação a pagar, não consigo comprar o que desejo.

Gráfico 15 – Intensidade de falta de autocontrole em não investidores - 2

Da mesma forma que para os investidores, para os não investidores há predominância da baixa intensidade do viés, apesar de ser em menor proporção que daqueles.

14. Viés do *status quo*

Q12-A3- Demoro a cancelar serviços que não uso.

Gráfico 16 – Intensidade de viés de *status quo* em não investidores - 1

Para o viés do status quo os não investidores também apresentam, em sua maioria, baixa intensidade do viés (46,75%). Ainda assim, quase 25% apresentam alta intensidade do viés.

Q12-A5- Pesquiso o plano de serviços que melhor me atende e mudo assim que posso ganhar algo.

Gráfico 17 – Intensidade de viés de *status quo* em não investidores - 2

Assim como na questão anterior, a maior parte dos não investidores (44,16%) apresentam baixa intensidade do viés de *status quo*.

15. Comportamento de manada

Q12-A4- Gosto de seguir as tendências de mercado.

Gráfico 18 – Intensidade do comportamento de manada em não investidores - 2

Com relação ao comportamento de manda a média intensidade do viés é predominante, o que é um resultado um pouco diferente do obtido na questão Q11-A5 (item 4) em que a

intensidade média e baixa estavam mais próximas. Mesmo assim, nos dois casos a alta intensidade é menor.

16. Excesso de negociação e viés do *status quo*

Q13-A1- Com que frequência você revê seus valores de investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros).

Gráfico 19 – Frequência de revisão de valores de investimento por não investidores – excesso de negociação e viés do *status quo*

A análise efetuada para os investidores se aplica para não investidores, pois as proporções, mais uma vez, foram similares. Apesar da maior parte dos investidores rever seus investimentos mensalmente (46,75%), 37,66% dos investidores reveem seus investimentos com maior periodicidade (diariamente ou semanalmente), o que poderia indicar alta intensidade de excesso de negociação, e, portanto, baixa intensidade do viés de *status quo*.

17. Viés de confirmação

Q13-A2- Com que frequência você revê seus valores de dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras).

Gráfico 20 – Frequência de revisão de valores de dívida por não investidores – viés de confirmação

Os não investidores, assim como os investidores, reveem seus valores de dívida com maior periodicidade que reveem seus investimentos, o que demonstra baixa intensidade do viés de confirmação.

18. Importância de fontes ao processo decisório

Apesar de estas pessoas não serem investidores, a importância atribuída a cada fonte por eles foi a seguinte:

Gráfico 21 – Importância de fontes ao processo decisório – não investidores

Os não investidores tendem a atribuir maior importância a relatórios contábeis e financeiros, assim como investidores, mas diferentemente desses, não atribuem tanta importância a rumores de mercado, que poderia ser devido a não acompanharem esse tipo de informação, e, portanto, não acharem importante no processo.

19. Comportamento financeiro – razão e emoção

Q15- O que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção?

Q15-A1- Meu comportamento.

Q15-A2- O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola.

Os não investidores responderam, em sua maioria, que seu comportamento é mais influenciado pela razão que pela emoção, contudo, comparativamente aos investidores, a diferença de percepção entre seu comportamento e comportamento de colegas não foi tão grande, o que não demonstraria um excesso de confiança tão acentuado. (apesar de ainda apontarem que apenas colegas são influenciados somente pela emoção).

Gráfico 22 – Comportamento financeiro – razão e emoção – não investidores

Pelas respostas dos não investidores analisados é possível perceber que eles seriam mais influenciados por vieses que os investidores que foram analisados, sendo que para não

investidores apenas em 7 situações a intensidade dos vieses foi baixa, enquanto que para investidores em 12 situações foi identificada baixa intensidade dos vieses.

Tabela 1 – Comparativo entre intensidades dos vieses em investidores e intensidade em não investidores

Questão	Viés	INVESTIDORES (n=80)			NÃO INVESTIDORES (n=77)		
		Intensidade			Intensidade		
		Baixa	Média	Alta	Baixa	Média	Alta
Q11-A1	Aversão à perda	40,00%	41,25%	18,75%	22,08%	45,45%	32,47%
Q11-A2	Representatividade	46,25%	35,00%	18,75%	18,18%	38,96%	42,86%
Q11-A4	Representatividade	48,75%	35,00%	16,25%	18,18%	54,55%	27,27%
Q11-A5	Comportamento de manada	53,75%	26,25%	20,00%	37,66%	38,96%	23,38%
Q11-A6	Efeito disposição	46,25%	26,25%	27,50%	22,08%	46,75%	31,17%
Q11-A8	Efeito certeza (aversão à perda)	20,00%	51,25%	28,75%	22,08%	48,05%	29,87%
Q11-A9	Autocontrole (falta de)	71,25%	21,25%	7,50%	36,36%	35,07%	28,57%
Q11-A10	Contabilização mental	13,75%	25,00%	61,25%	5,19%	28,58%	66,23%
Q11-A11	Falácia dos custos irreversíveis	27,50%	45,00%	27,50%	12,99%	50,65%	36,36%
Q11-A12	Viés de confirmação	68,75%	21,25%	10,00%	64,94%	24,67%	10,39%
Q12-A1	Ancoragem	15,00%	38,75%	46,25%	10,39%	33,77%	55,84%
Q12-A2	Autocontrole (falta de)	88,75%	7,50%	3,75%	68,83%	19,48%	11,69%
Q12-A3	Viés do <i>status quo</i>	60,00%	23,75%	16,25%	46,75%	28,57%	24,68%
Q12-A5	Viés do <i>status quo</i>	45,00%	42,50%	12,50%	44,26%	41,55%	14,29%
Q12-A4	Comportamento de manada	53,75%	41,25%	5,00%	31,17%	54,55%	14,29%
Q13-A1	Excesso de negociação	12,50%	-	42,50%	7,79%	-	37,66%
Q13-A1	Viés do <i>status quo</i>	42,50%	-	12,50%	37,66%	-	7,79%
Q13-A2	Viés de confirmação	45,00%	32,50%	10,00%	48,05%	36,36%	7,80%
Q15	Excesso de confiança	-	-	66,25%	-	-	62,34%

Portanto, para pessoas que hoje não são investidores, mas que poderiam se tornar, verifica-se que vieses estariam presentes em suas decisões de forma mais intensa, e por isso, ao elaborar programas educacionais sobre os fatores psicológicos, esse público também deve ser considerado, e não apenas pessoas que já investem no mercado de capitais.