

XI Concurso de Monografia CVM – BM&FBOVESPA

Os investidores brasileiros no âmbito das Finanças Comportamentais

Tema 1: “O comportamento da pessoa física no mercado de ações brasileiro”

Pseudônimo: **Magneto**

Sumário

1 Considerações Iniciais	03
2 Evidências empíricas para os comportamentos dos investidores no âmbito das Finanças Comportamentais: revisão da literatura	04
3 Sumária caracterização do perfil do investidor brasileiro	07
4 Metodologia e caracterização da amostra	08
5 Resultados	11
5.1 Aversão à ambigüidade e ao não familiar	11
5.2 Aversão a perdas	13
5.3 Atitude face ao risco face às experiências passadas	14
5.4 Excesso de confiança	15
6 Considerações Finais	17
Referenciais Bibliográficos.....	18
Anexo:	
Parte I	22
Parte II	24

Os Investidores Brasileiros no Âmbito das Finanças Comportamentais

1 Considerações Iniciais

“Os investidores são racionais”, é o que diz o Princípio da Teoria Financeira Tradicional. Todavia, segundo Lima (2003), nos pressupostos das Finanças Comportamentais, tanto a psicologia cognitiva como a adoção de “crenças práticas tendenciosas” ampliam a possibilidade de as decisões serem tomadas com base em julgamentos e valores pessoais, predispondo os investidores a cometerem falhas no que respeita à resposta racional à nova informação e nos cálculos de possíveis investimentos.

Diversos estudiosos das finanças comportamentais como Kahneman e Tversky (1986); Shefrin e Statman (1986); DeBondt (1998); DeBondt e Thaler (1989); Daniel e Titman (1999); Barberis e Thaler (2002); Pan e Statman (2010); Trautmann *et al.* (2011); entre outros, têm, ao decorrer das últimas décadas, documentado vários tipos de comportamentos dos investidores que se afastam dos princípios da racionalidade.

Considerando esse contexto, pretende-se averiguar até que ponto alguns dos comportamentos descritos no âmbito das finanças comportamentais, nomeadamente atitudes face ao risco, aversão à ambigüidade e ao não familiar e aversão a perdas e excesso de confiança, afetam a tomada de decisão dos investidores brasileiros, mais especificamente da cidade de Fortaleza-CE, contribuindo de alguma forma para a literatura empírica sobre a evidência de comportamentos que se afastam da racionalidade postulada pelas Finanças Tradicionais.

Baseado na descrição dos objetivos desta pesquisa, é que, esta monografia, encontra-se organizada do seguinte modo: a seção 2 apresenta um resumo da literatura que trata das evidências empíricas para os comportamentos dos investidores no âmbito das Finanças Comportamentais. A seção 3, com base nas conclusões de um estudo realizado pelo Ibope (2011), por encomenda da Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), apresenta uma caracterização sumária do perfil do investidor brasileiro. A seção 4 descreve a metodologia e caracteriza a amostra. A seção 5 apresenta os resultados, de acordo com os diferentes tipos de comportamentos analisados, e, finalmente, a seção 6 traz as considerações finais.

2 Evidências empíricas para os comportamentos dos investidores no âmbito das Finanças Comportamentais: uma revisão da literatura

Inúmeros pesquisadores têm procurado evidências empíricas para os comportamentos dos investidores documentados no âmbito das finanças comportamentais. De acordo com esta corrente de pensamento, são vários os tipos de comportamentos e emoções que podem influenciar o processo de tomada de decisões de investimento, destacando-se a aversão à ambigüidade e ao não familiar (FRENCH e POTERBA, 1991; SHEFRIN, 2002; MORSE e SHIVE, 2011), a aversão a perdas (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979; ODEAN, 1998 e BARBERIS *et al.*, 2001), a posição de tomada de risco (THALER e JOHNSON, 1990; FERNANDES e MARTINS, 2002) e o excesso de confiança (DEBONDT, 1998; BARBERIS e THALER, 2002). Contemplando os resultados destas pesquisas, a aversão à ambigüidade e ao não familiar implica que os investidores evidenciem uma maior tendência

para opções nas quais são conhecidas as probabilidades de resultado, bem como por tipos de investimentos que lhes são, de alguma forma, familiares.

Shefrin (2002) ressaltou que os investidores não apreciam situações em que as probabilidades do respectivo resultado não são conhecidas, manifestando receio da ambigüidade, preferindo assim optar por ganhos inferiores, mas seguros.

Trautmann et al. (2011) verificaram, em seus estudos, que a maioria dos indivíduos aos quais eram colocadas opções de jogo evidenciava comportamentos coerentes com a aversão à ambigüidade.

French e Poterba (1991) certificaram que os investidores americanos, japoneses e do Reino Unido compunham as suas carteiras maioritariamente com títulos domésticos. Tais comportamentos foram também documentados por Huberman (2001) e por Morse e Shive (2011). Particularmente, Morse e Shive verificaram que num painel de 53 países, o patriotismo estava positivamente relacionado com os comportamentos do investidor nacional. Os autores sugeriram então o patriotismo como uma explicação deste tipo de comportamento.

Notam-se comportamentos de aversão a perdas quando os investidores revelam mais espontaneamente posições de risco em investimentos com potenciais perdas do que em investimentos com potenciais ganhos, uma vez que mantêm a expectativa de não perderem. Kahneman e Tversky (1979) comprovaram este tipo de comportamento, concluindo ainda que uma perda explicitaria 2,5 vezes mais impacto psicológico do que um ganho da mesma amplitude.

Odean (1998) constatou que os investidores tendiam a realizar de imediato os seus ganhos, mas mantinham as carteiras que se revelaram perdedoras, o que se mostrou coerente com a idéia de Kahneman e Tversky.

Fellner e Sutter (2009) comprovaram que os indivíduos tendiam a investir mais após sucessivas perdas, o que estava de acordo com a hipótese de recuperação das perdas.

No que respeita às posições de tomada de risco, Thaler e Johnson (1990) argumentaram que o comportamento dos investidores dependia das experiências passadas. Neste sentido, após experiências de ganhos, o investidor demonstra propensão para se tornar menos avesso ao risco. Inversamente, perdas anteriores tornam os investidores menos condescendentes ao risco. Barberis *et al.* (2001) e Fernandes e Martins (2002) corroboram com esta evidência.

Pan e Statman (2010) argumentam que, na continuidade de períodos de apreciação do mercado, os investidores apresentam maior propensão para investir, subestimando a sua tolerância ao risco após períodos de elevadas rendibilidades, deixando-se levar pela exuberância. Ressaltam que uma manifestação de excesso de confiança reside na crença que os investidores têm no que respeita à sua capacidade de selecionar títulos com rendibilidades acima da média (BARBER e ODEAN, 2001; KOSS e CLARKE, 2001; BARBERIS e THALER, 2002). Contudo, Souza (2005) verificou que cerca de 97% dos indivíduos da sua amostra indicaram como essencial o aconselhamento de um profissional no momento da decisão de investimento, resultado que não se coaduna com atitudes de excesso de confiança.

Segundo DeBondt (1998), o excesso de confiança é um dos comportamentos que leva os investidores a cometerem erros cognitivos, tendo os indivíduos tendência para serem demasiado confiantes quanto às suas estimativas, descurando informação relevante revelada ao mercado, sobretudo quando contraria as suas crenças, pelo que não ajustam suficientemente as suas expectativas.

Em conclusão, os comportamentos descritos que têm por base a psicologia cognitiva podem levar a que os mercados não sejam eficientes, na medida em que os investidores não atuam totalmente de forma racional.

3 Sumária caracterização do perfil do investidor brasileiro

No sentido de se obter uma melhor compreensão da relação entre os resultados obtidos e as especificidades da realidade brasileira, seguidamente será apresentada, com base nas conclusões de uma pesquisa realizada pelo Ibope (2011), por encomenda da Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), uma caracterização sumária do perfil do investidor brasileiro.

Eis, portanto, algumas conclusões da pesquisa:

- Dos brasileiros com mais de 18 anos de idade, e que pertencem às classes alta, média e baixa, 51% não possuem investimento algum, 44% investem na Caderneta de Poupança, 7% investem em fundos e 3% investem em ações (soma maior que 100% pois uma pessoa pode ter mais de um tipo de investimento). A principal razão apontada por aqueles que não têm investimentos, é que “não sobra dinheiro nenhum no final do mês”.
- Dos que investem em fundos, 79% possuem fundos de renda fixa, 43% possuem fundos de ações, 60% têm PGBLs/VGBLs, 66% têm caderneta de poupança e 36% investem em ações diretamente.
- Dos que investem em fundos, menos de 25% compara a rentabilidade com outros tipos de investimento, ou mesmo com fundos de outras instituições.
- 43% dos investidores em fundos se informam sobre investimentos com o gerente do banco; 39% no site do banco; e 31% nos cadernos de finanças dos jornais.

- Segurança, rentabilidade e liquidez são os três principais atributos que os investidores em fundos vêem nessa modalidade de investimento. Por outro lado, no mesmo universo, rentabilidade baixa, risco e taxa de administração são vistos como desvantagens.

Que conclusão pode-se tirar? Que ainda falta muito para se falar de uma cultura de investimentos no Brasil. A caderneta de poupança é ainda a modalidade de investimento mais popular, seguida bem de longe pelos fundos de investimentos.

4 Metodologia e caracterização da amostra

Com base em estudos anteriores (THALER e JOHNSON, 1990; HUBERMAN, 2001; SHEFRIN, 2002; FERNANDES e MARTINS, 2002; SOUZA, 2005), foi elaborado um inquérito (ver Anexo), que foi respondido por 500 indivíduos residentes em Fortaleza-CE, entre novembro de 2011 e janeiro de 2012.

Os inquéritos foram enviados por correio eletrônico para diversas entidades empresariais e públicas de Fortaleza. Dos 1.000 inquéritos inicialmente distribuídos, obtivemos 500 respostas, o que perfaz uma taxa de resposta de cerca de 50%.

À semelhança dos estudos de Thaler e Johnson (1990), Shefrin (2002) e de Trautmann et al. (2011), uma parte dos inquéritos foi distribuída a estudantes de pós-graduação e mestrado em áreas científicas de finanças (ou afim). De três Faculdades de Fortaleza-CE, obteve-se 80 respostas.

As questões da primeira parte do inquérito visam estabelecer alguma relação entre o tipo de resposta e as características pessoais dos indivíduos, nomeadamente no que diz respeito a idade, sexo e nível de ensino do inquirido. Algumas das questões foram formuladas

com o objetivo de perceber qual o tipo de participação do inquirido no mercado, bem como algumas das suas preferências de investimento.

As questões da segunda parte têm como objetivo testar alguns dos comportamentos dos indivíduos na tomada de decisões de investimento, como seja a aversão à ambigüidade e ao não familiar, aversão a perdas, tomada de risco e excesso de confiança.

Os resultados obtidos no âmbito do presente estudo foram analisados globalmente e, quando pertinente, para diferentes conjuntos de indivíduos, agrupados de acordo com referenciais como a formação, experiência em investimentos em bolsa, sexo e idade.

Dentre o total de inquiridos e em função das respostas obtidas, foi possível segmentar a amostra em duas partes: a subamostra de inquiridos com formação na área de finanças (ou afim) e a subamostra de inquiridos com formação em diversas áreas distintas da anterior, ou sem formação de nível superior.

A primeira subamostra resultou da seleção dos indivíduos que indicaram, no que respeita às habilitações académicas, possuir curso superior em área científica de finanças ou afim.

A segunda subamostra engloba os inquiridos com curso superior em diversas áreas científicas distintas das anteriores, ou simplesmente sem formação de nível superior. Esta partição da amostra teve como objetivo verificar se os comportamentos dos inquiridos com formação superior na área financeira diferem significativamente dos restantes, dado que o estudo de Mendes e Abreu (2006), sobre cultura financeira dos investidores, revelou que o nível de informação era maior nos investidores que concluíam um curso médio ou superior.

Por outro lado, pode-se presumir que a percentagem de investidores aumentava para os níveis de escolaridade mais elevados (31,5% se o inquirido tinha formação média ou superior). A este respeito, verifica-se que na amostra de inquiridos 52,6% eram investidores

em pelo menos um dos tipos de aplicação mencionados no inquérito (Anexo) e destes, 60% tinha formação de nível superior. Esta subamostra engloba os indivíduos com bacharelato, licenciatura, pós-graduação, mestrado ou doutoramento em Contabilidade, Contabilidade e Auditoria, Contabilidade e Administração, Economia, Gestão de Empresas e Gestão e Administração Pública. Salienta-se que 28% dos inquiridos investem ou já investiram na bolsa, sendo que destes, a maioria (84%) já realiza investimentos há mais de dois anos.

Relativamente aos tipos de investimentos para os quais os inquiridos canalizam as suas poupanças, o depósito a prazo é a opção mais indicada (161 indicações), seguida pelos fundos de poupança e pelo investimento em ações, indicados, respectivamente, 79 e 68 vezes. Verifica-se que grande parte dos investidores canaliza as suas poupanças para os depósitos a prazo.

No que respeita às aplicações da poupança em ações e obrigações, verifica-se que 23% das indicações de investimento se direccionaram para estes tipos de títulos. Verifica-se, também, que 38% dos indivíduos tinham idades entre os 18 aos 35 anos.

No entanto, é no escalão etário dos 36 aos 53 anos que se observa a maior percentagem de indicação das ações e obrigações como tipos de investimento (47%). Relativamente ao nível de escolaridade são os indivíduos com formação de nível superior que apresentam maior propensão para investir em ações/obrigações.

Quando os investidores procuram uma opinião de terceiros para a realização de um investimento, os inquiridos obtêm, preferencialmente, a opinião do gestor de conta bancária (130 indicações, o que corresponde a cerca de 40% das respostas). É interessante verificar que a fonte de informação menos indicada é o gestor de títulos profissional, apenas indicado 16 vezes, correspondendo a cerca de 5% das respostas.

5 Resultados

Os resultados serão apresentados, considerando os diferentes tipos de comportamentos analisados a seguir:

5.1 Aversão à ambigüidade e ao não familiar

Globalmente, a evidência de aversão ao risco é consistente com os resultados de Shefrin (2002) e Fernandes e Martins (2002). De fato 79% dos inquiridos que optaram pela hipótese (a) na questão 1 (ver anexo – parte II), demonstraram uma clara aversão ao risco, comportamento coerente entre os subgrupos analisados. É de realçar ainda os resultados obtidos no grupo de indivíduos que tem, ou já teve investimentos em bolsa, em que o comportamento de aversão ao risco é também evidente, embora em menor escala (63%).

Adicionalmente, refira-se que os resultados das respostas à questão 1 indicam que as mulheres são relativamente mais avessas ao risco que os homens, o que é coerente com as conclusões do estudo de Pan e Statman (2010).

A evidência de aversão ao risco é reforçada pelas respostas dadas à questão 2, já que 86% dos inquiridos opta pela hipótese a), o que indica que os indivíduos preferem a opção que lhes proporciona um ganho certo, resultado que é comum a todos os subgrupos considerados, indicando que os inquiridos manifestam preferência em aplicar as suas poupanças em depósitos a prazo porque são avessos ao risco.

Analisando as respostas da questão 2, condicionadas às respostas da questão 1, podemos confirmar o comportamento de aversão ao risco, uma vez que os indivíduos que optaram pela alínea (a) em 1, voltam a optar, na sua grande maioria, pela mesma alínea na

questão 2. Este resultado permite concluir que os indivíduos são avessos ao risco, independentemente de conhecerem ou não as probabilidades de perda ou ganho.

O conjunto das duas questões permite analisar o comportamento de aversão à ambigüidade no processo de tomada de decisões financeiras. Este tipo de comportamento verifica-se quando os indivíduos que optam por (b) na questão 1, optam por (a) na questão 2, isto é, assumem o risco quando são conhecidas as probabilidades, mas não quando estas não são mencionadas.

De acordo com o questionário é possível verificar que 45% dos inquiridos optou pela alínea (b) na questão 1 e por (a) na 2, evidenciando comportamentos de aversão à ambigüidade, o que se verifica igualmente nos vários subgrupos analisados, com exceção dos inquiridos com idade superior a 56 anos. Contudo, não se pode concluir que nesta amostra exista evidência de aversão ao à ambigüidade, uma vez que este comportamento foi manifestado apenas por 9% dos indivíduos. Estes resultados são significativamente diferentes dos obtidos por Trautmann *et al.* (2011), já que estes verificaram que 63% dos indivíduos evidenciavam escolhas coerentes com a aversão à ambigüidade.

Relacionado com este tópico, está o comportamento daqueles que se prendem a preferência por investimentos em títulos nacionais, o que pode ser analisado através das respostas obtidas à questão 9. A maior percentagem de respostas encontra-se na alínea (a), que representa a preferência pelo investimento em títulos nacionais, o que é coerente com o comportamento de home bias documentado por French e Poterba (1991) e por Huberman (2001). A opção por (a) corresponde à escolha de 37% dos inquiridos, o que possivelmente pode ser também uma evidência de patriotismo, como sugerido por Morse e Shive (2011).

Contudo, 27% dos indivíduos optaram pela alínea (c), o que significa que lhes é indiferente a nacionalidade dos títulos que compõem a carteira. É interessante verificar que

44% dos inquiridos que investe na bolsa optou pela carteira A, inclinando-se desta forma para o investimento em títulos nacionais. Atendendo a que 84% dos indivíduos investem na bolsa há mais de dois anos, este resultado sugere que a experiência pode não ser um dos determinantes do investimento internacional, como sugeriram Abreu *et al.* (2011). O patriotismo, documentado por Morse e Shive (2011), pode representar uma possível explicação para este fato.

5.2 Aversão a perdas

Os comportamentos de aversão a perdas podem ser analisados através das respostas às questões 3 e 4.

Em relação à questão 3, verificou-se que 74% dos inquiridos optaram pela alínea (a), que representa um comportamento de aversão ao risco, coerente entre os vários grupos nos quais foi dividida a amostra. Salienta-se que 54% dos inquiridos que investem na bolsa optou por (a), o que de certo modo não deixa de ser curioso, pois investem na bolsa, mas manifestam uma preferência pelo ganho certo. Por outro lado, os indivíduos que não têm nem nunca tiveram investimentos em bolsa e os do sexo feminino são os que apresentam maior percentagem de opção pela alínea (a), com valores a rondar os 80%.

No que concerne à questão 4, 58% dos inquiridos optaram pela alínea (b), resultado coerente entre os diferentes grupos da amostra. Comparando os resultados de respostas às questões 3 e 4, é possível verificar que 51% dos indivíduos que escolheram (a), na questão 3, optaram por (b) na 4, evidenciando comportamentos de aversão a perdas, assumindo assim o risco perante situações de perda, mas não perante situações de ganho.

Os resultados obtidos permitem concluir que os indivíduos evidenciaram comportamentos de aversão a perdas, o que é consistente com as conclusões de Kahneman e Tversky (1986) e Fernandes e Martins (2002).

5.3 Atitude face ao risco face às experiências passadas

Os resultados obtidos nas questões 5 e 6 permitem analisar se a tolerância ao risco depende das experiências passadas e se é ou não unidimensional. Pode-se verificar que 66% dos inquiridos optaram pela escolha que não envolve risco (questão 5). Uma vez que já obtiveram um ganho, os indivíduos preferem não se envolver noutra negociação que não tenha um desfecho totalmente conhecido, resultado coerente entre a maioria dos grupos da amostra.

Contudo, 49% dos indivíduos que têm ou já tiveram investimentos na bolsa escolheram a opção que não envolve risco, o que de certo modo vai ao encontro das respostas deste grupo à questão 3.

Os resultados de resposta à questão 6 confirmam o comportamento de aversão ao risco, uma vez que 87% dos indivíduos inquiridos optaram pela opção (b), ou seja, perante uma experiência de perda, optam por não reinvestir. Os resultados são coerentes entre os diferentes grupos da amostra.

Partindo para a análise conjunta das respostas às questões 5 e 6, é possível verificar a unidimensionalidade ou não da tolerância ao risco, ou seja, se os investidores manifestam atitudes idênticas ou divergentes, consoante as experiências passadas. Verifica-se que 93% dos inquiridos que optaram pela alínea (a) na questão 5, optaram pela alínea (b) na questão 6. Isto é, em ambas as questões, os indivíduos escolheram as hipóteses isentas de

risco, escolhendo por não reinvestir quer após uma experiência de ganho, quer após uma experiência de perda.

Os resultados foram semelhantes nas várias categorias em que foi segmentada a amostra. Adicionalmente, 26% da totalidade dos inquiridos optou pela alínea (b) na questão 5 e pela (a) na questão 6, ou seja, optaram em ambas as questões pelas hipóteses que envolvem risco. Estes resultados refletem uma atitude unidimensional face ao risco.

Os inquiridos que optaram pela alínea (a) nas questões 5 e 6, assim como aqueles que escolheram a alínea (b) em ambas as questões, não evidenciam uma atitude face a risco unidimensional. Apenas 7% dos indivíduos que optaram por (a) na questão 5 optaram também pela alínea (a) em 6, aceitando o risco após uma experiência de perda, mas não após uma experiência de ganho.

Por outro lado, 74% dos inquiridos optaram por (b) em ambas as questões, isto é, após obterem um ganho estavam dispostos a reinvestir, mas não após uma experiência de perda, o que é coerente com os resultados de Thaler e Johnson (1990) e Fernandes e Martins (2002), indo ao encontro das considerações de Pan e Statman (2010) de que os investidores apresentam maior propensão para investir após períodos de elevadas rendibilidades.

5.4 Excesso de confiança

As questões 7 e 8 têm como objetivo aferir se os inquiridos apresentam comportamentos de excesso de confiança. Apenas 12% do total de inquiridos escolheu a alínea (d), ou seja, segue sempre a sua opinião quando pretende realizar um investimento. No entanto, a percentagem de opção pela alínea (d) varia entre 4% e 36%, conforme o grupo da amostra considerado.

Os indivíduos com idade superior a 56 anos são os que apresentam maior percentagem de opção pela alínea (d) na questão 7, demonstrando maior excesso de confiança, conforme documentado por DeBondt (1998), o que poderá ser justificado pelo fato da sua idade representar uma maior experiência de vida, pelo que tendem a confiar mais nas suas capacidades do que nas de terceiros. No entanto, este resultado difere das conclusões do estudo de Pan e Statman (2010), em que os indivíduos mais jovens evidenciavam maior nível de excesso de confiança relativamente aos mais idosos.

Os homens evidenciam um maior excesso de confiança que as mulheres, o que é coerente com o estudo de Barber e Odean (2001) e de Pan e Statman (2010). Contudo, a maior percentagem de resposta recaiu sobre a alínea (b). Esta opção indica um comportamento próximo do excesso de confiança, uma vez que os inquiridos referem que mesmo tendo em consideração o que lhes é aconselhado, procuram seguir o seu próprio instinto.

Comparando os resultados obtidos na questão 7, considerando apenas os indivíduos que na primeira parte do inquérito afirmaram procurar o aconselhamento do gestor da conta bancária ou de gestores profissionais, verifica-se uma idêntica repartição das respostas entre as várias alíneas. Ou seja, apesar de recorrerem ao aconselhamento de um profissional, os inquiridos optaram maioritariamente por (b) e (d).

Em termos gerais, os resultados encontram alguma evidência de comportamentos de excesso de confiança.

De acordo com Barber e Odean (2001), uma elevada regularidade na revisão ou movimentação de uma carteira pode indiciar excesso de confiança. De acordo com as respostas à questão 8, 60% dos inquiridos revêem os seus investimentos com regularidade mensal ou inferior, o que leva a concluir que têm comportamentos coerentes com o excesso

de confiança. No contexto do mercado europeu, os resultados são coerentes com os de Boolell-Gunesh e Merli (2010), que verificaram que os investidores individuais de uma corretora francesa que evidenciavam excesso de confiança transacionavam títulos com elevada frequência.

Analisando as questões 7 e 8 em conjunto, pode-se verificar que 63% dos inquiridos que optaram pelas alíneas (b) ou (d) na questão 7, indicaram na questão 8 rever a sua carteira com regularidade igual ou inferior ao mês, o que se coaduna com uma atitude de excesso de confiança.

De acordo com as respostas apresentados no inquérito, 62% da totalidade dos inquiridos que procura ajuda em profissionais, segue sempre ou quase sempre a sua própria opinião, e optam por rever a sua carteira de títulos com periodicidade inferior ou igual ao mês, o que vai ao encontro do excesso de confiança demonstrado na questão 7. Este resultado é consistente com os subgrupos da amostra.

O grupo de indivíduos do sexo feminino é o que revê a carteira com maior frequência, o que é interessante, uma vez que na questão 7 os indivíduos do sexo masculino tinham demonstrado ser mais confiantes do que os do sexo feminino. Portanto, tendo em consideração as respostas às questões 7 e 8 em conjunto, é possível concluir que a maioria dos inquiridos apresenta comportamentos de excesso de confiança.

6 Considerações Finais

Seguindo os princípios das finanças comportamentais, o presente estudo procurou analisar se um conjunto de indivíduos, residentes em Fortaleza-CE, cometia erros cognitivos quando tomavam decisões de investimento. Da análise dos resultados, concluiu-se que o

comportamento dominante foi o de aversão ao risco, o que vai ao encontro dos resultados de Fernandes e Martins (2002).

Na amostra inquirida não se encontrou evidência significativa de comportamentos de aversão ao não familiar. Contudo, pode-se referir que os inquiridos manifestaram alguma preferência por investimentos em títulos nacionais.

Em termos gerais, os resultados encontraram alguma evidência para comportamentos de aversão a perdas, unidimensionalidade das atitudes face ao risco e excesso de confiança.

Salienta-se que os comportamentos no grupo de inquiridos com formação na área financeira não se destacaram significativamente dos restantes. À partida, este grupo deveria ser menos propenso a exibir comportamentos que se afastam da racionalidade postulada pelas finanças tradicionais, mas tal não se verificou. Adicionalmente, o grupo de indivíduos que investe na bolsa evidenciou comportamentos semelhantes aos dos restantes, o que pode indicar que a sua experiência não implicou que se destacassem.

Os resultados obtidos neste estudo permitem assim concluir que os indivíduos inquiridos evidenciaram alguns dos comportamentos documentados pelas finanças comportamentais.

Referenciais Bibliográficos

Andrikopoulos, P, “**Modern finance vs. behavioral finance**: An overview of key concepts and major arguments”, Icfai Journal of Behavioral Finance, v. 4, n. 2, p. 53-70. 2007.

Barber, B.; Odean, T. “**Boys will be boys**: Gender, overconfidence, and common stock investment”, Quarterly Journal of Economics, v. 16, n. 1, p. 261–292. 2001.

Barberis, N.; Thaler, R. “**A Survey of behavioral finance**”, National Bureau of Research (NBER), Working Paper, 2002.

Boolell-Gunesh, S.; Merli, M. “**Trading activity and overconfidence** – First evidence from a large European database”, Working Paper of Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie, Université de Strasbourg, 2010.

Daniel, K.; Titman, S. “**Market efficiency in an irrational world**”, Financial Analysts Journal, v. 55, n. 6, p. 28-40. 1999.

DeBondt, W.; Thaler, R. “**A mean reverting walk down Wall Street**”, The Journal of Economic Perspectives, v. 3, n. 1, p. 189-202. 1989.

DeBondt, W. **A portrait of individual investor**. European Economic Review, v. 42, n. 3-5, p. 831-844, 1998.

Fellner, G.; Sutter, M. “**Causes, consequences, and cures of myopic loss aversion** – an experimental investigation”, The Economic Journal, v. 119, n. 537, p. 900-916. 2009.

Fernandes, C.; Martins, A. “**A teoria financeira tradicional e a psicologia dos investidores: uma análise empírica**”, Portuguese Journal of Management Studies, v. 7, n. 1, p. 43-76. 2002.

French, K.; Poterba, J. “**Investor Diversification and International Equity Markets**”, American Economic Review, v. 81, n. 2, p. 222-226. 1991.

Huberman, G. “**Familiarity Breeds Investment**”, The Review of Financial Studies, v. 14, p. 659-680. 2001.

IBOPE 2011. **Perfil do investidor brasileiro**. Blog do Dr. Money. Disponível em <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001349>

- Kahneman, D.; Tversky, A. “**Prospect theory: an analysis of decision under risk**”, *Econometrica*, v. 47, p. 263–291. 1979,
- Kahneman, D.; Tversky, A. “**Rational Choice and the Framing of Decisions**”, *The Journal of Business*, v. 59, n. 4, p. 251-278. 1986.
- Koss, J.; Clarke, V. “**Is optimistic bias influenced by control or delay?**”, *Oxford Journal*, v. 6, n. 5, p. 533-540. 2001.
- Lima, Murilo Valverde. Um estudo sobre as finanças comportamentais. *RAE – eletrônica*, v. 2, n.1, jan. /jun. 2003.
- Mendes, V.; Abreu, M. “**Cultura financeira dos investidores e diversificação das carteiras**”, Universidade Técnica de Lisboa – Centro de Investigação sobre Economia Portuguesa (CISEP), WP nº 11/2006/DE/CISEP. 2006,
- Morse, A.; Shive, S. “**Patriotism in your portfolio**”, *Journal of Financial Markets*, v.14, n. 2, p. 411–440. 2011.
- Odean, T. “**Are Investors Reluctant to Realize Their Losses**”, *The Journal of Finance*, v. 3, n. 5, p. 1775-1798. 1998.
- Pan, C.; Statman, M. “**Beyond risk tolerance: regret, overconfidence, personality and other investor characteristics**”, Paper presented at First Annual Boulder Summer Conference on Consumer Financial Decision Making, Colorado. 2010.
- Shefrin, H. “**Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**”, Oxford University Press. 2002.
- Shefrin, H.; Statman, M. “How not to make money in the stock market”, *Psychology Today*, v. 20, n. 2, p. 52-57. 1986.

Souza, C. “**Avaliando questionários de risco e o comportamento do investidor sobre a ótica de Behavioral Finance**”. 89 p. Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial, Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2005.

Thaler, R.; Johnson, E. “**Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice**”, *Management Science*, v. 36, n. 6, p. 643–660. 1990.

Trautmann, S.; Vieider, F.; Wakker, P. “**Preference Reversals for Ambiguity Aversion**”, *Management Science*, v. 57, n. 7, p. 1320-1333. 2011.

Anexo

Questões do Inquérito

Parte I:

1.1 Sexo: Masculino Feminino

1.2 Idade: _____

1.3 Grau de escolaridade:

Ensino Fundamental Ensino Médio Bacharelato em _____
Licenciatura em _____ Especialização em _____
Mestrado em _____ Doutorado em _____

1.4 Frequenta outro nível de ensino?

Sim. Qual? _____
 Não

1.5 Profissão: _____

1.6 Tem ou já teve investimentos em ações ou fundos cotados em Bolsa?

Sim Não

1.7 Se respondeu afirmativamente à questão anterior, indique há quanto tempo realiza tais investimentos no mercado de títulos:

Menos de 1 ano Entre 1 e 2 anos Entre 2 e 5 anos Mais de 5 anos

1.8 Se já não tem investimentos na Bolsa, indique em que data deixou de realizar tais operações:

1.9 Quais os principais tipos de investimento para os quais canaliza as suas poupanças? (Indique no máximo 3 tipos, por ordem decrescente de representatividade)

Ações Obrigações Fundos de poupança
 Depósitos a prazo Bilhetes do tesouro Outros. Quais? _____
 Não aplicável

1.10 As preferências indicadas na questão anterior sofreram alterações face às opções que tomou no passado?

Sim Não Não aplicável

1.11 Se respondeu sim na questão anterior, indique por ordem decrescente de representatividade os tipos de investimento em que aplicou as suas poupanças no passado.

- Ações
- Fundos de poupança
- Bilhetes do tesouro
- Não aplicável
- Obrigações
- Depósitos a prazo
- Outros. Quais? _____

1.12 Quando pretende fazer um novo investimento, quais as fontes de informação a que recorre mais frequentemente? (Selecione as opções por ordem de preferência)

- Gestor de conta bancário
- Amigos
- Gestor de títulos profissional
- Informação proveniente da própria empresa
- Outras. Quais? _____
- Imprensa, Jornais económicos
- Analistas
- Boletim de cotações da Bolsa

Parte II

1 Considerando que lhe é oferecida a seguinte escolha, por qual das situações optaria?

- (a) Investimento que proporciona um ganho certo de 500 reais;
- (b) Investimento com 50% de probabilidade de ganho de 1.000 reais e 50% de probabilidade de não ganhar nada.

2 Imagine que lhe é oferecida a escolha entre aceitar um ganho certo de 1.000 reais, ou entrar num jogo onde pode ganhar 2.000 reais ou nada. Considerando que são desconhecidas as probabilidades de ganho ou ganho nulo no jogo por qual das hipóteses optaria?

- (a) Aceitar o ganho certo de 1.000 reais;
- (b) Entrar no jogo com possibilidade de ganhar 2.000 reais ou nenhum ganho.

3 Considere que no mercado existem 2 títulos: (A) tem um ganho certo de R\$ 3.000 e (B) tem uma probabilidade de 80% de ganho de R\$ 4.000 e 20% de probabilidade de ganho igual a R\$ 0. Qual dos títulos prefere?

- (a) Título A
- (b) Título B

4 Supondo agora que um título (C) tem uma perda certa de R\$ 3.000 e o título (D) tem uma probabilidade de perda de 80% de R\$ 4.000 e com 20% de probabilidade de obter uma perda de R\$ 0, por qual optaria?

- (a) Título C
- (b) Título D

5 Imagine que após realizar um investimento numa certa carteira de ações obteve um ganho de R\$ 1.500 e que, tem agora, a possibilidade de reinvestir novamente nessa mesma carteira. Qual das escolhas constitui a sua preferência?

- (a) Prefere não reinvestir;
- (b) Aceita reinvestir sabendo que tem 50% de probabilidade de ganhar 450 reais e 50% de probabilidade de incorrer numa perda do mesmo montante.

6 Suponha que acabou de perder R\$ 750 num fundo de investimento e tem a oportunidade de reinvestir no mesmo fundo. Esta operação apresenta 50% de probabilidade de obtenção de um ganho de R\$ 225 e 50% de probabilidade de incorrer numa perda de igual montante. Optaria por reinvestir, após ter perdido uma primeira vez?

- (a) Sim
- (b) Não

7 Quando procura aconselhamento de terceiros para a realização de um investimento, tendencialmente qual a sua atitude perante o conselho que lhe é dado?

- (a) Sigo sempre a opinião que me é sugerida;
- (b) Tenho em consideração o que me é aconselhado, mas procuro seguir o meu instinto;
- (c) Depende de quem sugere o conselho;
- (d) Sigo sempre a minha opinião.

8. Com que regularidade movimenta ou revê a sua carteira de títulos?

- (a) Várias vezes por semana;
- (b) Uma vez por semana;
- (c) Mensalmente;
- (d) Várias vezes por mês;
- (e) Trimestralmente;
- (f) Semestralmente;
- (g) Anualmente;
- (h) Outra. Qual? _____

9. Suponha que lhe são apresentadas duas oportunidades de investimento em carteiras de ações, com idênticos níveis de rendibilidade esperada e risco. Contudo, as referidas carteiras diferem no que respeita à sua composição: a carteira (A) é composta unicamente por ações de empresas nacionais e a carteira (B) é composta exclusivamente por ações de empresas estrangeiras.

Por qual das alternativas optaria?

- (a) Carteira A
- (b) Carteira B
- (c) Indiferente
- (d) Nenhuma das hipóteses apresentadas.