

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS E ECONOMIA

O que Determina a Tomada de Decisão Financeira: razão ou emoção?

What Determines the Financial Decision-Making: reason or emotion?

¿Qué es lo que Determina la Toma de la Decisión Financiera: la razón o la emoción?

José Odálio dos Santos¹
Carlos Augusto Silva Barros²

Recebido em 27 de setembro de 2010 / Aprovado em 28 de março de 2011

Editor Responsável: João Maurício Gama Boaventura, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

RESUMO

É importante destacar que nem todos os investidores interpretam da mesma forma as informações relevantes divulgadas no mercado, o que pode ser explicado pelas seguintes condições divergentes: crenças, valores, qualidade do banco de dados que utilizam, nível de conhecimento técnico e importância que atribuem às informações qualitativas e quantitativas extraídas do objeto de avaliação. A pesquisa visa a compreender a lógica do processo de tomada de decisão financeira de parte do segmento de pessoas físicas no Brasil. Para isso, foi realizada uma investigação das heurísticas e dos vieses presentes na tomada de decisão dessas pessoas, considerando que o investidor e o consumidor são influenciados por diversos aspectos psicológicos e racionais. Uma pesquisa baseada em fundamentos básicos de Finanças Comportamentais foi aplicada em uma amostra demograficamente qualificada de assinantes de uma das principais editoras brasileiras de revistas. Desse total, obteve-se resposta, via Internet, de 641 brasileiros

segmentados por gênero, idade, renda e escolaridade. Na pesquisa, avaliou-se, em cada grupo, a presença de heurísticas e vieses como, por exemplo, excesso de confiança, representatividade, ancoragem e procrastinação. Os resultados da pesquisa mostraram que tanto a razão quanto a emoção influenciaram nas respostas da predominância dos participantes da amostra. A maioria das pessoas considera que seu comportamento financeiro é mais racional do que o de seus pares. Como se esperava, o estudo indicou diferenças significativas no comportamento de acordo com o gênero, idade, escolaridade e renda.

Palavras-chave: Finanças comportamentais. Mercado eficiente. Risco. Retorno.

ABSTRACT

It is important to detach that nor all the investors interpret in the same way the relevant information divulged in the market, what can be explained by

1. Doutor em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo – FGV/EAESP. Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. [j.odalio@puccsp.br]
 2. Mestre em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. [cbarros@abril.com.br]
- Endereço dos autores: Rua Monte Alegre, 984 – Perdizes, São Paulo – SP Cep. 05014-901- Brasil

the following divergent or different conditions: beliefs, values, quality of the database that they use, level of technical knowledge and importance they attach to the qualitative and quantitative information extracted from the object of evaluation. The research aims to understand the logic of the process of financial decision-making of part of the individual segment in Brazil. Therefore, an inquiry of heuristics and the biases present in the decision making of those people, considering that the investor and the consumer are influenced by various factors. A research based on basic fundamentals of behavioral finance was applied in a demographically qualified sample of subscribers of one of the main Brazilian publishing companies. Of this total, we have obtained response from 641 Brazilians segmented by gender, age, income and education. In the research, the presence of heuristics and biases was evaluated in each group, such as overconfidence, representativeness, anchorage and procrastination. The results showed that both reason and emotion influence the participants' answers of the bulk of the sample. Most people felt that their financial behavior is more rational than that of their peers. As expected, the study indicated significant differences in behavior according to gender, age, education and income.

Key words: Behavioral finance. Efficient market. Risk. Return.

RESUMEN

Es importante destacar que no todos los inversores interpretan de la misma manera las informaciones relevantes que circulan en el mercado de capitales, lo que puede explicarse por las siguientes condiciones divergentes: creencias, valores, calidad de la base de datos utilizada, grado de conocimiento técnico y la importancia que se atribuye a las informaciones cualitativas y cuantitativas extraídas del objeto evaluado. La investigación busca comprender la lógica del proceso de toma de decisión financiera de un segmento de las personas físicas en Brasil. Para ello se realizó una investigación de las heurísticas y de las tendencias presentes en la toma de decisión de estas personas, considerando que diversos

aspectos psicológicos y racionales influyen en el inversor y en el consumidor. Una investigación basada en los fundamentos básicos de las Finanzas del Comportamiento se aplicó en una muestra demográficamente calificada de suscriptores de una de las principales editoriales brasileñas de revistas. Del total de suscriptores, enviaron respuesta por Internet 641 brasileños clasificados por sexo, edad, ingresos y escolaridad. En la investigación se evaluó, en cada grupo, la presencia de heurísticas y tendencias, como por ejemplo, exceso de confianza, representatividad, afianzamiento y postergación. Los resultados de la investigación mostraron que tanto la razón como la emoción influyeron en las respuestas del grupo predominante de participantes de la muestra. La mayoría de las personas considera que su comportamiento financiero es más racional que el de sus colegas. Como se esperaba, el estudio mostró diferencias significativas en el comportamiento según el sexo, edad, escolaridad e ingresos.

Palabras clave: Finanzas del comportamiento. Mercado eficiente. Riesgo. Retorno.

1 INTRODUÇÃO

No mercado financeiro e de capitais, está presente uma variedade de produtos e serviços à disposição dos investidores. O processo de seleção dessas alternativas de investimento deveria basear-se em uma análise detalhada e igualmente ponderada de todas as informações relevantes que contribuem para a identificação dos respectivos custos de oportunidade. Essa condição propõe, inicialmente, a existência de investidores racionais dotados de amplo conhecimento técnico e de boa dose de bom senso em suas tomadas de decisões.

Todavia, é importante destacar que nem todos os investidores interpretam, da mesma forma, as informações relevantes divulgadas no mercado, o que pode ser explicado pelas seguintes condições divergentes e/ou diferentes: crenças, valores, qualidade das informações utilizadas, nível de conhecimento técnico e importância que atri-

buem às informações qualitativas e quantitativas extraídas do objeto de avaliação.

Como exemplo, considere o processo de tomada de decisão sobre um investimento em previdência privada. A determinação de investir em previdência implica dispor de tempo para analisar alternativas complexas, pensar em diversos cenários sobre a própria vida – o que pode ser desagradável – e, por fim, abrir mão do consumo no presente em favor da expectativa de um futuro mais confortável. Tanto a percepção quanto o cálculo são afetados por fatores emocionais e comportamentais, e parte desse processo é inconsciente. O medo e seu efeito na avaliação de risco têm papel fundamental na vida dos investidores. A percepção sobre a necessidade de fazer um investimento desse tipo também é largamente influenciada pela forma como as alternativas são passadas (o marketing de quem oferece os planos), pela oferta e pelas condições (como a eventual co-participação do empregador) do investimento e pela expectativa sobre o futuro. A avaliação sobre o investimento é, ainda, amplamente determinada pelas perspectivas de permanência no emprego, pela provável necessidade de reaver o dinheiro investido, pelo atual estado civil (e pela ocasional alteração desse estado) e pela presença de dependentes e sua situação. Essas condições e expectativas são certamente afetadas pelas emoções do investidor.

A escolha, muitas vezes, é intertemporal, ou seja, envolve optar entre eventos presentes e futuros, sendo estes últimos ineludivelmente incertos. A escolha intertemporal envolve, portanto, riscos, como o de não sobreviver para aproveitar o dinheiro poupado, por exemplo. Isto significa trocar satisfação imediata por um prazer maior posterior, porém hipotético – questão bastante explorada por Gianetti (2005). Ferreira (2008) destaca que os indivíduos não têm total controle sobre seu comportamento econômico, conhecendo muito pouco do que se passa durante o processo de tomada de decisão. Desse modo, todo o processo de escolha não é inteiramente racional e sofre a influência de diversos vieses previsíveis e não previsíveis. Licht, Oliveira e Ventura (2007) mostram que aspectos psicológicos

têm peso fundamental na avaliação de alternativas de negócio.

Assim, o que determina o comportamento financeiro do investidor brasileiro: razão ou emoção? Essa é a questão central do presente artigo que discute, por meio de pesquisa descritiva, a influência dos principais vieses psicológicos apontados na literatura de Finanças Comportamentais na tomada de decisão de pessoas físicas. A pesquisa analisa como as variáveis educação, idade, sexo e renda influenciam a maneira como as pessoas físicas lidam com o risco. O cérebro humano processa informações por meio de atalhos e filtros emocionais que permitem uma análise rápida para a tomada de decisão. Muitas dessas decisões são automáticas e inconscientes, podendo acarretar erros ou anomalias que gerem significativas perdas financeiras aos investidores.

Os questionamentos destacados, quando confrontados com as Hipóteses do Mercado Eficiente (HME), têm aumentado o interesse nas Finanças Comportamentais como abordagem alternativa à compreensão do processo de tomada de decisão de investimento.

O presente trabalho pretende colaborar na compreensão dos principais fatores que influenciam o processo de avaliação e tomada de decisão de pessoas físicas, analisando os vieses psicológicos mais relevantes, bem a presença que eles têm em grupos diferenciados por escolaridade, idade, renda ou gênero.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Finanças tradicionais

2.1.1 Mercado eficiente

Por eficiência entende-se a capacidade que o mercado tem de refletir fatos novos nos preços dos ativos comercializados. De acordo com Fama (1970), mercados eficientes de capitais são aqueles nos quais os preços correntes de mercado refletem as informações disponíveis. Isso significa que os preços correntes de mercado refletem o valor presente dos títulos, e que não há maneira alguma

de obter lucros extraordinários com o uso das informações disponíveis.

Por decorrência da referida definição, conclui-se que mudanças de preços acontecem sempre pela incorporação de novos eventos ao preço atual do ativo ou, em outras palavras, são consequências do uso eficiente de informações sobre processos aleatórios.

Para Damodaran (2002), alguns conceitos importantes estão implícitos na definição de mercados eficientes, quais sejam: os erros no preço não podem ser tendenciosos, isto é, podem ser maiores ou menores do que o valor real, desde que esses desvios sejam aleatórios; os desvios aleatórios do valor real não podem ser correlacionáveis com qualquer variável observada; como os desvios são aleatórios, nenhum investidor deve ser capaz de, consistentemente, encontrar ações super-valorizadas utilizando quaisquer estratégias de investimento.

As formas de eficiência do mercado foram definidas por Roberts (1967) e Fama (1970) como fraca, semiforte e forte. O mercado é eficiente na forma fraca quando os preços dos ativos incorporam informações passadas, como no caso de índices de desempenho extraídos das demonstrações financeiras do período encerrado. A variação dos preços dos ativos ocorre sempre que alguma nova informação surge, modificando assim o retorno esperado. É o que se chama de caminhada aleatória ou *random walk*. Na forma semiforte, os preços atuais refletem toda a informação publicamente disponível no momento e o preço se altera imediatamente após o anúncio de novas notícias. Na eficiência forte, os preços incorporam todas as informações disponíveis, sejam elas públicas ou não.

2.1.2 Pressupostos básicos da teoria econômica tradicional

A teoria econômica tradicional tem três pressupostos básicos no que tange ao comportamento humano: pessoas têm preferências conhecidas; pessoas agem com base em informações completas; e pessoas agem racionalmente buscando maximizar a utilidade de suas decisões. Os dois

primeiros pressupostos têm deficiências relativas ao volume de informações que as pessoas podem absorver e armazenar. No caso do último pressuposto, a deficiência é mais grave, pois comprovadamente existem inúmeras situações em que as pessoas não agem racionalmente. Muitas pessoas não possuem autocontrole para tratar racionalmente questões como obesidade, dependência de drogas, sexo seguro ou ações violentas. Quando uma pessoa obesa vai para um SPA, está aceitando pagar um custo extra simplesmente para evitar algumas “tentações” e ficar longe de seus pratos favoritos. Se as pessoas fossem totalmente racionais na escolha entre diferentes opções, isto não seria necessário. É falso, portanto, o pressuposto de que as pessoas sempre tomam decisões buscando seu melhor interesse, e isto comprovadamente também se aplica às decisões financeiras.

2.1.3 Homo economicus e investidor racional

Harford (2008) define o *Homo Economicus* como o ator principal da HME, uma caricatura do que os economistas tradicionais consideram serem as pessoas. O *Homo Economicus* não entende emoções humanas como amor, amizade, caridade ou mesmo inveja, ódio e raiva, somente egoísmo e ambição. Ele conhece sua própria mente, nunca comete erros e tem uma força de vontade ilimitada. É capaz de realizar cálculos financeiros complexos instantaneamente e sem erros.

Inicialmente, parte das teorias tradicionais de Finanças foi construída com base em uma abordagem microeconômica neoclássica cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes econômicos. Mais especificamente, assume-se que os indivíduos que atuam nos mercados financeiros são capazes de atualizar corretamente suas crenças após receberem novas informações e que suas decisões são consistentes com o conceito de Utilidade Esperada Subjetiva, como apresentado por Savage (1964). O paradigma tradicional apresenta a significativa vantagem da simplicidade e facilidade de modelagem do ponto de vista do pesquisador. Não obstante, a validade deste arcabouço para descrever o comportamento dos mercados é

uma questão de natureza empírica. Se as teorias baseadas no agente racional fossem capazes de explicar satisfatoriamente os mais importantes fenômenos investigados pela literatura de Finanças, não haveria razão – ou, pelo menos, não haveria forte motivação – para se questionar seus fundamentos e propor abordagens alternativas. Todavia, um vasto conjunto de evidências empíricas produzidas nas últimas décadas revela que as teorias disponíveis baseadas na suposição de racionalidade dos indivíduos não são capazes de explicar a contento diversos fenômenos regularmente observados nos mercados financeiros.

2.2 Finanças comportamentais

Finanças Comportamentais tentam colaborar para o entendimento da mente do investidor e para seu comportamento irracional. Desde a crise iniciada em 2008, ficou claro que os economistas haviam simplificado demais os fatos ao julgar que as pessoas (emocionais, contraditórias e medrosas) agiam de forma perfeitamente racional no momento da tomada de decisões financeiras. O comportamento das pessoas é muito mais complexo do que os modelos econômicos e financeiros podem supor. Esses modelos são úteis, mas não têm a capacidade de explicar tudo o que ocorre nos mercados.

As ideias básicas das Finanças Comportamentais não são novas, mas estiveram subjugadas por muito tempo nos campos da Administração e da Economia. Akerlof e Shiller (2009) lembram que Keynes, em 1936, já havia apontado a presença do “espírito animal” que leva as pessoas a empreender e assumir riscos, devido a uma compulsão em agir em vez de ficar parado. O mesmo espírito empreendedor que move o capitalismo também ocasiona muitas decisões errôneas ou equivocadas.

De acordo com Barberis (2001), o mercado é formado por pessoas que cometem erros de processamento das informações, que podem ser influenciadas por outras que visam a obter ganhos extraordinários “às suas custas”. Elas também podem, simplesmente, não ter acesso tempestivo às informações, ainda que públicas. Além disso,

pessoas interpretam informações de acordo com suas crenças e valores, cuja atualização se dá lentamente – isto é, a velocidade de mudança destas crenças e valores pode ser infinitamente inferior que a dos eventos do mercado financeiro.

Nofsinger (2006, p. 12) aponta três origens para os erros provocados por esses vieses: a autoilusão provocada pelo excesso de confiança, decorrente do hábito das pessoas julgarem-se superiores a seus pares; as simplificações provocadas pela forma como os seres humanos processam informações, dadas às limitações de recursos para análise (em choque frontal com a HME); e o humor, sujeito à necessidade de se viver em grupo, e a influência da opinião dos outros e do medo.

Mosca (2009, p. 30) afirma que as pessoas têm uma tendência natural a dar muito mais atenção e importância às histórias do que aos números e às estatísticas. Ao longo da evolução da humanidade, a principal forma de transmissão de conhecimento foi o relato falado e escrito. Estima-se que os relatos falados tenham 150 mil anos, a escrita, 10 mil anos, a matemática, 2,7 mil anos, e a estatística não mais que 500 anos. Assim, é natural o maior destaque atribuído aos fatos muito divulgados e comentados, mesmo que tenham baixa probabilidade de ocorrência – um exemplo do viés da disponibilidade que será visto no tópico a seguir. O exemplo tradicional disso são os desastres aéreos e seu impacto no movimento de passageiros no período posterior.

Segundo Tversky e Kahneman (1974, p. 1124), no processo de tomada de decisão, as pessoas tentam reduzir a complexidade do problema para simplificar sua solução. Agindo dessa forma, elas tomam a maior parte de suas decisões baseadas em um pequeno número de crenças fundamentadas em princípios heurísticos e em probabilidades subjetivas. Ou seja, as pessoas se valem de julgamentos intuitivos de probabilidades. Essas heurísticas, por um lado, são bastante úteis e, na maioria das vezes, tendem a gerar julgamentos e decisões corretas. Por outro lado, podem induzir erros graves e sistemáticos, vieses de avaliação que são divididos em 3 grupos brevemente descritos a seguir. A **representatividade** está ligada aos estereótipos, que permitem que se façam avalia-

ções por semelhança. Os julgamentos dessa categoria estão sujeitos à insensibilidade à probabilidade anterior de resultados, insensibilidade ao tamanho da amostra, concepções errôneas sobre o acaso, insensibilidade à previsibilidade, ilusão de validade e concepções errôneas sobre regressão. A **disponibilidade** trata da facilidade de lembrança e acesso às informações para a tomada de decisão. Enquadram-se, no referido viés, a possibilidade de restaurar exemplos, a eficácia do sistema de busca, imaginabilidade e a correlação ilusória. Já a **ancoragem** trata da importância que é atribuída a uma referência inicial, como o preço inicial de uma negociação, por exemplo. Nesse grupo, os autores classificaram o ajustamento insuficiente, a extrapolação – quando o resultado final é obtido a partir de uma estimativa baseada em um cálculo parcial, erros na avaliação de eventos conjuntivos e disjuntivos, e avaliação de distribuições subjetivas de probabilidade.

Em outro artigo, Kahneman e Tversky (1979) demonstram que as pessoas tomam decisões envolvendo risco de forma parcialmente racional, questionando a Teoria da Utilidade Esperada, pedra fundamental do pensamento econômico tradicional. Suas pesquisas indicam que a dor causada por uma perda supera o prazer oferecido por um ganho. Essa afirmação é um claro questionamento da HME.

A aversão à perda, exposta na Figura 1 abaixo, explica por que é tão difícil para a maioria das pessoas realizar um prejuízo resultante de uma aplicação financeira. É comum esperar muito tem-

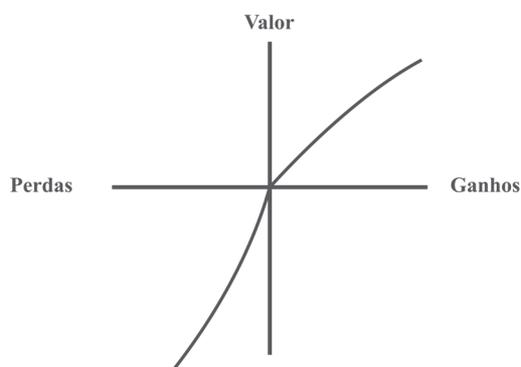


Figura 1 – Função hipotética de valor.

Fonte: Kahneman e Tversky (1979, p. 279).

po para que o valor nominal volte a ser o inicial para efetuar o resgate, mesmo existindo aplicações mais interessantes. O mesmo vale para a venda de algum bem que perdeu valor ou para o abandono de um projeto que se mostra inviável, mas que já consumiu muitos recursos.

Kahneman (2009, informação verbal)¹ diz que as pessoas correm riscos por não saberem que estão correndo riscos. Esse otimismo irrealista move o empreendedor e alavanca a economia, mas também é responsável pelo fracasso da maioria dos novos negócios em seus primeiros anos. Em geral, pessoas acham que são melhores ou têm mais sorte do que as outras, o que fica claro em um experimento realizado com estudantes. Os alunos foram questionados sobre a probabilidade de acontecer com eles uma série de coisas boas ou ruins (por exemplo, sucesso profissional, casamento, filhos, doença, divórcio) e de estas mesmas coisas ocorrerem com seus colegas de quarto. A estimativa sobre o próprio êxito é muito maior do que aquela sobre o sucesso dos colegas, mostrando a ocorrência de autoconfiança excessiva.

O alto volume de transações no mercado de capitais é um indicativo contra a racionalidade. O desempenho dos investidores seria maior caso eles mantivessem suas posições, porém o excesso de confiança leva as pessoas a perdas, e bancos e corretoras a ganhos, em função dos custos de transação, relegados ao segundo plano nas Finanças Tradicionais. Barberis e Xiong (2009) demonstram que ativos que tiveram ganhos recentes têm um volume de negociação muito superior aos que tiveram perdas, e isso decorre devido à dificuldade que as pessoas têm em lidar com a frustração. Homens tendem a ser mais autoconfiantes, transacionar mais e ganhar menos. Segundo Kahneman (2009, informação verbal)¹, os economistas estão prestando cada vez mais atenção à psicologia. Os agentes econômicos apresentam racionalidade, egoísmo e autocontrole limitados. Essas limitações levam os mercados a tomarem decisões que não são ótimas, ao contrário do que preconiza a HME.

O funcionamento do cérebro humano é complexo. As pessoas tomam decisões por meio de

dois tipos de raciocínio: um intuitivo e automático, também chamado de Sistema 1, e outro reflexivo e racional, o Sistema 2. O Sistema 1 é rápido, automático, não controlado, sem esforço, associativo e inconsciente. O Sistema 2 é lento, reflexivo, controlado, com esforço, dedutivo, consciente e sujeito a regras (THALER; SUNSTEIN, 2008).

Ariely (2008) mostra como o comportamento do dia-a-dia das pessoas é determinado por diversas forças que frequentemente são ignoradas ou relegadas ao segundo plano. Alguns exemplos são a influência do estado emocional e da excitação, a falta de autocontrole e a procrastinação. A ideia central de Taleb (2009) é que o mundo é muito direcionado por poucos eventos altamente improváveis, mas de grande impacto. Esses fatos acontecem de tempos em tempos e não são previstos pelos modelos tradicionais.

Kahneman indicou Taleb (2009) como autor essencial para entender as motivações da crise no sistema financeiro internacional que começou no final de 2008. O medo de errar sozinho está associado à ideia de que, se há muita gente fazendo determinada coisa, deve haver uma boa razão para tanto. Se as coisas parecem estranhas ou incertas, o melhor a fazer é seguir o grupo, especialmente se o grupo for grande. O desprazer de errar nessa situação é bem menor do que o de errar sozinho, mas as consequências desse tipo de comportamento de manada, provocadas pela necessidade de agir em conformidade com o grupo, costumam ser associadas às bolhas financeiras e às compras na alta e vendas na baixa. As pessoas tendem a extrapolar indefinidamente para o futuro o que está ocorrendo no presente, em especial quando é algo bom e agradável. As ideias desse tópico são bastante exploradas por estes autores, porém não são conceitos exclusivos, estando presentes em diversos outros artigos da área.

3 METODOLOGIA

A pesquisa é de natureza descritiva e procurou constatar a hipótese inicial de que os seres humanos tomam decisões financeiras irracionais que aparentam ser muito mais do que simples ano-

malias dos mercados. Foi utilizado um questionário distribuído pela Internet no dia 11 de março de 2010 para coletar informações de pessoas físicas sobre interesses e comportamento de investimento e consumo, cruzando informações sobre suas ideias, emoções e crenças com seus dados socioeconômicos. O conceito estudado na pesquisa foi o comportamento financeiro. A pesquisa contou com apoio da Editora Abril, a qual permitiu a utilização, sem custo, de uma lista qualificada de assinantes de suas revistas e forneceu ferramenta de envio dos questionários para a base selecionada. O sistema teórico adotado para analisar e interpretar as respostas do questionário foi pautado em estudos nas áreas de Finanças Comportamentais e Psicologia Econômica.

Uma pesquisa baseada em fundamentos básicos de Finanças Comportamentais foi aplicada em uma amostra demograficamente qualificada. A utilização de um banco de dados qualificado com informações de escolaridade, gênero, renda e idade permitiu eliminar perguntas demográficas frequentemente empregadas para caracterização da amostra, uma vez que estas informações já eram conhecidas. A separação por gênero justifica-se, pois estudos na área de Finanças Comportamentais indicam expressiva diferença no comportamento financeiro de homens e mulheres. A divisão por escolaridade foi utilizada para pesquisar a influência da formação acadêmica no comportamento financeiro das pessoas. É legítimo esperar que uma melhor formação escolar reduza a vulnerabilidade das pessoas a algumas armadilhas de mercado. A linha de corte de 35 anos na separação por idade foi adotada por se tratar de uma idade na qual, usualmente, mudam os objetivos das pessoas. O corte de renda em R\$4,2 mil foi arbitrado e decorrente das faixas de renda disponíveis no banco de dados utilizado.

A separação dos dezesseis diferentes grupos para envio permitiu comparar os resultados por gênero, escolaridade, idade e renda, e verificar se os vieses e heurísticas da literatura de Finanças Comportamentais são mais acentuados em alguma das classes. Adotaram-se questões de múltipla escolha, para tornar ágil o preenchimento das respostas e também para facilitar sua tabulação. A

	Mulher		Homem	
Maior renda	Até 35 c/sup	36 ou + c/sup	Até 35 c/sup	36 ou + c/sup
	Até 35 s/sup	36 ou + s/sup	Até 35 s/sup	36 ou + s/sup
Menor renda	Até 35 c/sup	36 ou + c/sup	Até 35 c/sup	36 ou + c/sup
	Até 35 s/sup	36 ou + s/sup	Até 35 s/sup	36 ou + s/sup

Quadro 1 – Grupos demográficos pesquisados.

ferramenta Sphinx foi utilizada para hospedar o questionário, e a versão contratada tinha o limite de 641 registros. Este volume de respostas completas foi obtido em 4 horas, sendo que todas elas foram aproveitadas na pesquisa. O questionário completo, a razão de cada uma das questões e todos os comentários realizados estão disponíveis na dissertação de mestrado que deu origem ao presente artigo (BARROS, 2010).

Para efeito de organização e entendimento, quatorze frases sobre comportamento financeiro foram agrupadas: uma sobre a relação do entrevistado com **investimentos** e outra sobre seu **comportamento de consumo**. A primeira pergunta trata de investimentos utilizando uma escala Likert unipolar de um a cinco (entre discordo plenamente e concordo plenamente) para avaliar a opinião a respeito de um conjunto de nove frases curtas sobre investimentos.

As frases que requisitaram as opiniões dos respondentes na categoria **investimentos** (questão 1) foram:

- A. Num investimento posso arriscar perder se há uma chance maior de ganhar;
- B. Só faço investimentos se o mercado estiver favorável;
- C. É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio;
- D. Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais;
- E. Não tenho medo de errar sozinho;
- F. Não vendo se estiver no prejuízo;
- G. Quanto maior o risco, menor é o retorno que se espera de um investimento;

- H. Prefiro investimentos que gerem dividendos (retiradas periódicas) do que valorização;
- I. Prefiro investimentos automáticos via débito em conta ou desconto em folha.

O mesmo esquema de perguntas unipolares, em escala Likert, foi adotado na categoria **consumo** (questão 2):

- A. O desconto em relação ao preço de tabela é uma informação útil na compra;
- B. Se não tenho uma prestação a pagar, não consigo comprar o que desejo;
- C. Demoro para cancelar serviços que não uso;
- D. Gosto de seguir as tendências de mercado;
- E. Pesquiso o plano de serviços que melhor atende às minhas necessidades e mudo assim que posso ganhar algo.

A terceira questão foi de natureza comportamental, sobre a frequência com que as pessoas reveem valores de seus investimentos e suas dívidas. A quarta e última questão concentraram-se em fatores que tendem a influenciar o comportamento financeiro, utilizando uma escala Likert bipolar de um a cinco entre razão e emoção. A mesma questão foi aplicada ao próprio comportamento e ao comportamento dos colegas de escola ou trabalho. Essa comparação entre pessoas do mesmo grupo social permite verificar a existência do viés de excesso de confiança. Nessa questão, destinou-se

1. O que você pensa das frases abaixo sobre Investimentos?	Média	Viés analisado	Resultado
B: Só faço um investimento se o mercado estiver favorável.	3,75	Representatividade e saliência	Tem viés
D: Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.	3,60	Representatividade	Tem viés
A: Em um investimento posso arriscar perder se há uma chance maior de ganhar.	3,57	Teoria do prospecto, aversão à perda	Não tem viés.
E: Não tenho medo de errar sozinho	3,50	Conformidade, sociabilidade	Não tem viés.
C: É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.	3,30	Conhecimento de finanças	Não conhece
F: Não vendo se estiver no prejuízo.	3,27	Aversão à perda, disposição	Tem viés
I: Prefiro investimentos automáticos via débito em conta ou desconto em folha.	3,18	Autocontrole	Tem viés
H: Prefiro investimentos que gerem dividendos (retiradas periódicas) do que em valorização.	3,15	Conhecimento de finanças e aversão à perda	Não conhece e tem viés
G: Quanto maior o risco, menor é o retorno que se espera de um investimento.	2,10	Conhecimento de finanças	Conhece

Quadro 2 – *Ranking* de respostas sobre investimentos (> 3 = concorda).

um campo aberto para o entrevistado, caso desejasse fazer um breve comentário.

As quatro perguntas do questionário remetem a vieses e heurísticas abordadas em estudos de Finanças Comportamentais. O cruzamento das respostas com o perfil dos respondentes tentou estabelecer relação desses dados com aversão ao risco, excesso de confiança, efeito manada, auto-controle, ancoragem a preço inicial, dificuldade a reconhecer perdas, tendência a procrastinar (postergar decisões e ações) e excesso de negociação.

4 RESULTADOS DA PESQUISA E ANÁLISE QUALITATIVA

Os Quadros 2 e 3 apresentam o *ranking* das respostas sobre **investimentos** e **consumo**. É importante destacar que médias com valor superior a três demonstram que as pessoas concordam com o que foi questionado.

As frases sobre investimento apontaram proporcionalmente presença maior de viés do que as frases sobre consumo. Uma hipótese para isso é que as pessoas foram cuidadosas nas respostas, pois buscaram ser politicamente corretas no que se refere ao consumo.

Os Quadros 4, 5, 6 e 7 apresentam um resumo das respostas das questões sobre investimento, consumo, valores e comportamento financeiro.

As respostas também indicaram diferença no comportamento de acordo com dados demográficos. A maior diferenciação foi determinada pelo sexo, porém renda, idade e escolaridade também influenciaram o comportamento financeiro.

As diferenças das respostas entre homens e mulheres foram assumidas como indícios de que, com predominância, os homens aceitam assumir mais riscos que as mulheres. Essa diferença de comportamento, de acordo com o gênero, é apontada em diversos estudos realizados em diferentes países (FERREIRA, 2008). O excesso de confiança

2. O que você pensa das frases abaixo sobre Consumo?	Média	Viés analisado	Resultado
E: Pesquisa o plano de serviços que melhor atende às minhas necessidades e mudo assim que posso ganhar algo	3,91	Procrastinar	Não tem viés.
D: Gosto de seguir as tendências de mercado	3,12	Conformidade, sociabilidade	Tem viés
C: Demoro em cancelar serviços que não uso	2,73	Procrastinar	Não tem viés.
B: Se não tenho uma prestação a pagar não consigo comprar o que desejo	2,26	Autocontrole	Não tem viés
A: O desconto em relação ao preço de tabela é uma referência útil na compra	2,06	Ancoragem	Não tem viés.

Quadro 3 – *Ranking* de respostas sobre consumo (> 3 = concorda).

		Herística, viés ou conhecimento analisado	Nº de grupos com maioria das respostas indicando viés	Destques
A	Em um investimento, posso arriscar perder se há uma chance maior de ganhar.	Teoria do prospecto, aversão à perda	0	Homens aceitam assumir mais risco
B	Só faço um investimento se o mercado estiver favorável.	Representatividade e saliência	16 (todos)	Viés mais acentuado entre mulheres e pessoas de menor renda e sem superior
C	É melhor utilizar só capital próprio para financiar um negócio.	Conhecimento finanças	3 dos 16 grupos "conhecem"	Resposta majoritariamente "correta" entre homens jovens com nível superior e mulheres, jovens com maior renda e sem formação superior
D	Prefiro investimentos que já comprovaram ter rendimentos excepcionais.	Representatividade	16 (todos)	Viés mais forte entre mulheres, pessoas de maior renda e sem formação superior
E	Não tenho medo de errar sozinho.	Conformidade, sociabilidade	2	2 grupos de mulheres confirmaram o viés em suas respostas: as de renda alta jovens e com superior e com mais idade e sem formação superior
F	Não vendo se estiver no prejuízo.	Aversão à perda, disposição	15	Somente homens jovens de maior renda e com formação superior indicam viés
G	Quanto maior o risco, menor é o retorno que se espera de um investimento.	Conhecimento finanças	16 (todos) "conhecem"	Ricos, com superior mais velhos e homens são mais alinhados com teoria financeira
H	Prefiro investimentos que gerem dividendos (retiradas periódicas) do que em valorização.	Aversão à perda	12	
I	Prefiro investimentos automáticos, via débito em conta ou desconto em folha.	Autocontrole	15	Mulheres e pessoas de menor renda assumem em suas respostas a falta de autocontrole

Quadro 4 – Resumo de respostas sobre da questão: O que você pensa das frases sobre Investimentos.

		Herística ou viés analisado	Nº de grupos com maioria das respostas indicando viés	Destaques
A	O desconto em relação ao preço de tabela é uma referência útil na compra	Ancoragem	0	Maioria dos respondentes em todos os grupos não admitem se ancorar em preços
B	Se não tenho uma prestação a pagar não consigo comprar o que desejo	Autocontrole	0	Mulheres sem superior
C	Demoro para cancelar serviços que não uso	Procrastinar	2	2 grupos de homens de maior renda: jovens sem superior e acima de 36 com formação superior
D	Gosto de seguir as tendências de mercado	Conformidade, Sociabilidade	9	Não há diferenciação por sexo, idade ou escolaridade
E	Pesquise o plano de serviços que melhor atende às minhas necessidades e mudo assim que posso ganhar algo	Procrastinar	0	Todos os grupos afirmam majoritariamente agir com racionalidade e prontidão

Quadro 5 – Resumo de respostas da questão: O que você pensa das frases sobre Consumo.

da predominância dos homens pode, todavia, torná-los presas mais fáceis para o excesso de negociação e, conseqüentemente, maior exposição aos custos de transação sem contrapartida de receitas líquidas. Já parte da amostra de mulheres mostrou-se mais conservadora, talvez pela menor intimidade e/ou pelo menor conhecimento e atuação na área de finanças e investimentos.

As respostas ao questionário indicaram que o comportamento financeiro dos participantes da amostra é determinado tanto pela emoção quanto pela razão. Parte das frases que pretendia verificar a influência de vieses irracionais indicou sua presença, enquanto outras afirmações apontaram para um comportamento racional.

Nas questões do Quadro 7, os entrevistados foram perguntados diretamente sobre o que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção? Menos de 7% dos entrevistados sinalizaram que só a razão ou só a emoção influencia o comportamento financeiro e em nenhum dos grupos esta participação chegou a 15%. Nessa questão, também ficou evidente o excesso de confiança, uma vez que em todos os grupos a maioria das pessoas considerou que seu comportamento financeiro é mais racional do que o de seus pares.

A presença do viés da representatividade também apareceu na maioria das respostas e as duas frases que se propõem a investigar sua presença (Quadro 4: questões B e D) tiveram resul-

		Herística ou viés analisado	Grupos com respostas indicando viés	Destaques
A	Investimentos (poupança, fundos, CDBs, ações e outros)	excesso de negociação	12	Homens tendem a negociar mais do que mulheres
B	Dívidas (cheque especial, cartão de crédito, carro, imóvel e outras)	evitar notícias desagradáveis	15	Dívidas são acompanhadas mais de perto do que investimentos

Quadro 6 – Resumo de respostas da questão: Com que frequência você revê seus valores.

		Herística ou viés analisado	Nº de grupos com maioria das respostas indicando viés	Destaques
A	O meu comportamento	excesso de confiança	16 (todos)	Em todos os grupos, as pessoas se consideram mais racionais que seus pares. Homens e pessoas com ensino superior são os grupos com mais excesso de confiança (maior diferença entre a percepção da própria motivação e a de seus semelhantes)
B	O comportamento de meus colegas de trabalho ou escola			

Quadro 7 – Resumo de respostas da questão: O que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção.

tados consistentes entre si. O passado recente tem grande influência na avaliação da maior parte das pessoas. Esse é o tipo de comportamento que provoca bolhas e estouros, levando ao efeito manada, ou seja, quando a multidão segue o passado.

Por sua vez, as respostas às frases sobre consumo (Quadro 5: questões C e E) mostraram que a maioria das pessoas não admite procrastinar, afirmando ser rápida em cancelar serviços que não usa, e pesquisar o plano de serviços que melhor lhe atende. Esse posicionamento, logicamente, não foi considerado válido para toda a amostra, dadas as diferenças naturais de atitudes e de nível de monitoramento dos participantes da amostra.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As respostas aos questionários indicaram que o comportamento financeiro de predominância dos participantes da amostra foi determinado tanto pela emoção quanto pela razão. Parte das frases que pretendia verificar a influência de vieses irracionais indicou sua presença, enquanto outras afirmações apontam para comportamento racional. Nas questões do Quadro 7, os entrevistados foram perguntados diretamente sobre o que influencia o comportamento financeiro: razão ou emoção? Menos de 7% dos entrevistados indicaram que só a razão ou só a emoção influencia o seu comportamento financeiro e o de seus pares, e em nenhum dos grupos esta participação chegou a 15%. Nesta questão também ficou evidente o excesso de con-

fiança, uma vez que em todos os grupos a maioria das pessoas considerou que seu comportamento financeiro é mais racional do que o de seus pares. Todo o questionário foi analisado à luz do otimismo excessivo que está presente na maioria dos seres humanos (FERREIRA, 2008).

A forte presença do viés da representatividade também apareceu claramente nas afirmações B e D da questão sobre investimentos, destacando que as informações relevantes do passado recente exercem grande influência na avaliação da maior parte das pessoas. O processo de decisão é influenciado por fatores como diferenças de percepção, personalidade e capacidade de avaliação. A tendência a evitar a dor dificulta o reconhecimento de erros e a procura do prazer pode levar à negociação em excesso. Barberis e Xiong (2009) e Mosca (2009) mostram que os ativos que tiveram maior ganho recente (prazer) são mais negociados.

As respostas sobre consumo indicam que as pessoas não se identificam com a tendência a procrastinar. A maioria das pessoas de todos os grupos pesquisados afirma ser rápida e racional ao cancelar serviços que não utilizam ou procurar o melhor plano para seu perfil. Aqui cabe lembrar limitação da pesquisa: algumas vezes o processo de tomada de decisão é inconsciente e passa despercebido, ou seja, as pessoas podem responder de uma forma e agir de outra. As afirmações sobre consumo contradizem estratégias de marketing adotadas por empresas de telefonia, TV por assinatura ou cartões de crédito que utilizam muitas campanhas de descontos agressivos nos primeiros

meses. A eficiência de campanhas de marketing aumenta muito quando a inércia joga a seu favor, o que contradiz as afirmações da maioria dos respondentes.

As respostas também indicaram diferença no comportamento financeiro de acordo com dados demográficos. Com base nas respostas obtidas, constatou-se, conforme intuitivamente era esperado, que as tomadas de decisões de investimento e financiamento foram influenciadas por sexo, renda, idade e escolaridade dos entrevistados. Notadamente, observou-se que a maioria dos homens apresentou perfil mais agressivo, caracterizando uma maior propensão a assumir riscos financeiros, do que a maioria das mulheres, caracterizando uma maior aversão para assumir riscos. Silva et al. (2009) encontraram resultados similares comparando gêneros em seus estudos realizados com alunos de graduação de ciências contábeis.

O trabalho apresenta limitações decorrentes à falta de garantia da veracidade das respostas dadas pelo participantes em uma pesquisa realizada pela internet, de não ter sido utilizado um questionário pré-formulado e já testado e da não adoção, nos procedimentos estatísticos, de rigores que garantam a representatividade da amostra. São pontos que podem ser aprimorados em futuros trabalhos.

O trabalho indica que tanto razão como emoção afetam o comportamento financeiro das pessoas e que tal ideia é compartilhada pela grande maioria das pessoas em todos os segmentos de respondentes. O tema atraiu grande interesse dos entrevistados, a ponto de esgotar a capacidade contratada para a pesquisa de 641 questionários, sendo 76 com comentários, em apenas 4 horas. Isso indica o interesse em saber como nos comportamos no âmbito financeiro, fator essencial para que se possa administrar o impacto das emoções.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A.; SHILLER, R. J. **Animal spirits**: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. Princeton: Princeton University Press, 2009.

ARIELY, D. **Predictably irrational**: the hidden forces that shape our decisions. New York: Harper Collins, 2008.

BARBERIS, N. Mercados: o preço pode não estar correto. In: WHARTON SCHOOL. **Dominando finanças**. São Paulo: Makron Books, 2001. p. 159-171.

_____; XIONG, W. What drives the disposition effect: an analysis of long-standing preference-based explanation. **The Journal of Finance**, Malden, v. 64, n. 2, p. 751-784, Apr. 2009.

BARROS, C. A. S. **O que determina o comportamento financeiro do brasileiro: razão ou emoção?** 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras)-Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Malden, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

FERREIRA, V. R. M. **Psicologia econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão**. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

GIANETTI, E. **O valor do amanhã: ensaio sobre a natureza dos juros**. São Paulo: Companhia das Letras, 2005.

HARFORD, T. **The logic of life: the rational economics of an irrational world**. New York: Random House, 2008.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, Chicago, v. 47, n. 2, p. 313-327, 1979.

LICHT, R. H. G.; OLIVEIRA, P. S. G.; VENTURA, V. L. S. Avaliação do perfil de empreen-

dedores utilizando a teoria dos jogos psicológicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 9, n. 24, p. 31-40, maio/ago. 2007.

MOSCA, A. **Finanças comportamentais: gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos**. São Paulo: Elsevier, 2009.

NOFSINGER, J. R. **A lógica do mercado: como lucrar com as finanças comportamentais**. São Paulo: Fundamento, 2006.

ROBERTS, H. V. **Statistical versus clinical prediction of the stock market**. Chicago: University of Chicago, May 1967. Mimeo.

SAVAGE, L. **The foundations of statistics**. New York: Wiley, 1964.

SILVA, R. F. M. et al. **Finanças comportamentais: um estudo comparativo utilizando a teoria dos prospectos com alunos de graduação do curso de**

ciências contábeis. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 11, n. 33, p. 383-403, out./dez. 2009.

TALEB, N. N. **A lógica do cisne negro: o impacto do altamente improvável**. Rio de Janeiro: Best Seller, 2009.

THALER, R. H.; SUNSTEIN, C. R. **Nudge: o empurrão para a escolha certa**. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, Washington, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, Sept. 1974.

NOTA

- ¹ Palestra proferida em 27 de maio de 2009 por ocasião do 5º Congresso ANBID de Fundos de Investimentos.