

As Decisões dos Investidores do Mercado de Capitais Goianos são Confiáveis?

*Daiana Paula Pimenta¹
Alethéia Ferreira da Cruz²
Moisés Ferreira da Cunha³
Cláudia Regina Rosal Carvalho⁴*

Resumo: As finanças comportamentais têm como um de seus objetivos, identificar como as emoções e os vieses cognitivos podem influenciar o processo de tomada de decisão dos indivíduos. Embasando-se nos construtos dessa teoria, este estudo objetivou contribuir para o entendimento e conhecimento do comportamento dos investidores goianos no que diz respeito à influência dos vieses excesso de confiança e otimismo, assim como das características sociodemográficas e do perfil de investimento sobre as decisões destes indivíduos. A análise dos dados foi realizada por meio do método de estimação Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os resultados das regressões indicaram que o excesso de confiança e o otimismo exercem influência negativa sobre a confiabilidade das decisões dos investidores goianos. Assim como, o fato de os respondentes terem pós-graduação, serem do sexo feminino, declararem-se como viúvos e atribuírem importância aos retornos em longo prazo.

Palavras-chave: Excesso de Confiança; Otimismo; Confiabilidade das Decisões.

Introdução

As Finanças corporativas têm como objetivo explicar os contratos financeiros e o verdadeiro comportamento de investimento que emergem da interação entre gestores e investidores e foram construídas a partir de uma abordagem econômica, cujo paradigma central é a racionalidade ilimitada dos agentes econômicos (SIMON, 1979). No entanto, uma explicação completa dos padrões de financiamento e de investimento requer uma compreensão correta das crenças e preferências destes dois tipos de agentes econômicos (WURGLER; BAKER, 2012).

Por outro lado, as teorias evolucionárias ou neo-schumpeterianas rejeitam o equilíbrio de mercado diante do ambiente coletivo de mudanças

¹ Mestra. Docente na Universidade Federal de Goiás. E-mail: daiana-pimenta@hotmail.com

² Mestra. Docente na Universidade Federal de Goiás. E-mail: aletheiacruz@yahoo.com.br

³ Doutor. Docente na Universidade Federal de Goiás. E-mail: mfcunha@hotmail.com

⁴ Doutora. Docente na Universidade Federal de Goiás. E-mail: clregina@hotmail.com

proporcionadas por agentes individuais. Apontam para a necessidade de desenvolver uma visão dos agentes, constituída de indivíduos e firmas distintas com características cognitivas próprias e criticam as hipóteses de racionalidade substantiva, que predefinem o comportamento dos agentes econômicos, segundo o princípio da maximização dos lucros ou da utilidade esperada (VIEIRA, 2010).

Corroborando essa abordagem encontram-se as Finanças Comportamentais, que a partir da crítica aos pressupostos paradigmáticos da área de finanças visam melhor entender e pressupor os processos de decisão psicológicos que influenciam de forma sistemática os mercados financeiros por meio da incorporação do estudo de heurísticas e de vieses cognitivos para a redução da complexidade da escolha em processos de decisão financeira (OLSEN, 1998).

Dentre os vieses mais estudados pelo campo estão o otimismo e o excesso de confiança. Lovall e Kahneman (2003) argumentam que o otimismo gera muito mais entusiasmo do que realismo, dificultando uma avaliação adequada da realidade por parte dos investidores e que essa ilusão cognitiva pode fazer com que os investidores sejam menos resistentes quando confrontados com as situações mais difíceis e objetivos desafiadores. Já o excesso de confiança, conforme Tourani-Rad, Kirkby (2005), está relacionado à tendência dos indivíduos de superestimarem seus conhecimentos e capacidades das falhas cognitivas.

Embora, pelo menos nos últimos 15 anos, venham surgindo trabalhos sobre o comportamento dos investidores e a propensão a vieses de cognição no contexto brasileiro (KIMURA, 2003; BARROS, 2005; MINETO, 2005; SOUZA, 2005; GOMES, 2007; MACEDO JR, 2008, ZINDEL, 2008, BORSATO e RIBEIRO, 2010; PIMENTA, BORSATO e RIBEIRO, 2012, dentre outros), em sua maioria, estes estudos focam investidores de regiões como os Estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, deixando investidores de outras regiões do país, como o Estado de Goiás, por exemplo, como um campo a ser estudado. Acredita-se que os resultados de pesquisas anteriores em diferentes Estados não podem ser generalizados, pois existe a possibilidade de que a influência de falhas cognitivas nas decisões destes agentes possa variar em função de suas características sociodemográficas (FERREIRA, 2004).

Neste contexto, pretende-se com esta pesquisa contribuir para o entendimento e conhecimento do comportamento dos investidores goianos no que diz respeito à influência dos vieses excesso de confiança e otimismo, assim como das características sociodemográficas e do perfil de investimento sobre as decisões destes indivíduos. Especificamente, a presente pesquisa objetiva investigar as seguintes questões: a propensão aos vieses excesso de confiança e otimismo em conjunto com as características sociodemográficas e do perfil de investimento influenciam a confiabilidade das decisões dos investidores goianos do mercado de capitais?

Para responder a esta questão utilizou-se o *Brier Score*, um modelo matemático que permite identificar a qualidade de previsões por meio de três

atributos: confiabilidade, resolução e incerteza, a partir do modelo teórico proposto por Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012).

O artigo está estruturado em quatro seções incluindo esta introdução. Na primeira seção apresenta-se o referencial teórico e as hipóteses de pesquisa. Na segunda, a metodologia e sequencialmente os resultados da pesquisa. Na quarta e última seção encontram-se as considerações finais.

1. Referencial Teórico

1.1 As Teorias de Finanças

As Finanças Modernas construíram sua base no mercado e sua eficiência, na racionalidade do investidor e em modelos de risco e retorno. Os modelos financeiros tradicionais, a Teoria de Portfólio proposta por Markowitz (1952), a Hipótese de Eficiência de Mercados de Capitais (HEM) proposta por Famá (1970), a Teoria da Utilidade Esperada (TUE) e o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Black (1972) partem da premissa de que os agentes são todos racionais e não há fricções e que o preço de um ativo no mercado é equivalente ao seu valor fundamental dado pela soma dos valores descontados dos seus fluxos de caixa esperados.

As Finanças Comportamentais vieram para desmistificar as dificuldades das finanças modernas, ou seja, para explicar os comportamentos relacionados a experiências ou observações e para buscar resultados mais críveis (SANTOS, 2006).

Em resumo, as Finanças Comportamentais não visam substituir as teorias existentes, mas servir como complemento a partir da introdução de aspectos comportamentais para o entendimento do processo decisório dos agentes de mercado. Este campo de estudo postula que alguns fenômenos financeiros são mais bem entendidos, usando modelos em que os agentes não são completamente racionais, e os seus estudos têm se concentrado na compreensão das ilusões cognitivas e de suas implicações no comportamento dos tomadores de decisão.

1.2 O Processo Decisório Financeiro, o Excesso de Confiança e o Otimismo

Segundo Kahneman (2011) para uma pessoa racional, decisões baseadas em previsões imparciais e moderadas não devem representar um problema, pois o investidor racional em capital de risco sabe que mesmo os negócios iniciais mais promissores apresentam uma chance de sucesso apenas moderada. Todavia, nem todos os indivíduos são racionais, e alguns talvez precisem da segurança de estimativas distorcidas para evitar a paralisia.

As decisões mais importantes tomadas pelos indivíduos costumam ocorrer sob condições complexas ou desconcertantes. Tvesky e Kahneman (1973) observaram que os indivíduos, durante o processo de decisão, às vezes utilizam estratégias de análise diferentes e que não tentam manipular mentalmente todos os atributos ponderados e todas as opções disponíveis quando tem um tempo limitado ou quando procuram tomar decisões em um tempo considerado razoável.

Ainda segundo Tvesky e Kahneman (1973), os indivíduos quando tomam decisões que envolvem escolhas, entre várias alternativas, utilizam um processo de eliminação por aspecto, ou seja, primeiro focalizam um aspecto das diversas opções disponíveis e formam um critério mínimo para ele. Em seguida, seleciona um segundo aspecto a ser aplicado às opções remanescentes e assim, sucessivamente, até que reste apenas uma alternativa.

Segundo Macedo Jr (2007), apesar de os indivíduos estarem aparentemente utilizando um critério racional no processo de eliminação por aspectos, na verdade não estão fazendo escolhas ótimas, uma vez que, na maioria das vezes, esses indivíduos utilizam regras heurísticas que limitam ou distorcem a capacidade de tomar decisões.

Os processos heurísticos, assim como as estruturas mentais, são considerados modelos cognitivos e heurísticos que se constituem em regras baseadas na experiência anterior do tomador de decisão ou no senso comum de determinada coletividade. As estruturas mentais representam um conjunto dos conhecimentos disponíveis em um indivíduo compreendendo as relações preferenciais em certas configurações da realidade e dos conhecimentos que permitam uma manipulação mental desta realidade (FIALHO e SANTOS, 1995).

A partir da literatura comportamental é possível identificar várias falhas cognitivas cometidas pelos investidores durante seu processo decisório. Entre elas destacam-se associações pressupostas, aversão à perda, interpretações erradas de probabilidades, regressão à média, excesso de confiança e efeito disposição, entre outras (BAZERMAN, 2004). No entanto, esta pesquisa tem como foco a compreensão da influência de duas falhas cognitivas em particular, o excesso de confiança e o otimismo, e seus impactos na confiabilidade das decisões dos indivíduos.

Para Zakay e Tsal (1993), a palavra confiança refere-se ao nível de certeza que os indivíduos têm na validade, na exatidão, ou no estado mental sobre crenças, conhecimentos, percepções, previsões, julgamentos ou decisões. Segundo esses autores, sempre que alguém faz uma previsão ou dá uma resposta, tem um nível de confiança associado, pois, este é um sentimento típico da maioria das atividades mentais.

Investir é um processo difícil que envolve coletar informações, analisá-las e com base nisto tomar uma decisão. Entretanto, o excesso de confiança induz os indivíduos a interpretarem erroneamente a precisão das informações e superestimarem a habilidade de analisá-las, levando a decisões medíocres de investimento, que normalmente se manifestam em excesso de transações,

assunção de maiores riscos e prejuízos no portfólio (NOFSINGER; GLASER; WEBER, 2010).

Para Pulford e Colman (1997) o nível de confiança varia, visto que é uma variável contínua, de baixa, representada por uma ausência de certeza, ou de alta, evidenciada pela certeza de que a decisão está correta ou é a melhor. Corroborando esta afirmação Kahneman, Slovic e Tversky (1982) entendem que a confiança indica a probabilidade subjetiva, ou o nível de crença associado, do que os indivíduos pensam que acontecerá. Neste contexto, surge a primeira hipótese deste estudo:

H1: O excesso de confiança influencia negativamente a confiabilidade das decisões dos investidores goianos.

Como citado anteriormente, o processo de tomada de decisão é influenciado também por estruturas mentais, ou seja, pela maneira como as opções são apresentadas. Dentre as principais ilusões cognitivas causadas por estruturas mentais está o Otimismo.

Taylor (1989) afirma que as pessoas veem a si mesmas, o futuro e o mundo sob uma luz consideravelmente mais positiva do que seria objetivamente provável ou do que a realidade poderia sustentar, ocasionando um viés de julgamento, o otimismo, que leva as pessoas a acreditarem que seu futuro será melhor e mais brilhante do que os das outras pessoas.

Lovalló e Kahneman (2003) argumentam que o otimismo gera muito mais entusiasmo do que realismo, dificultando uma avaliação adequada da realidade por parte dos investidores, e que essa ilusão cognitiva pode fazer com que os investidores sejam menos resistentes quando confrontada com as situações mais difíceis e objetivos desafiadores. Neste contexto, surge a segunda hipótese deste estudo:

H2: O otimismo influencia negativamente a confiabilidade das decisões dos investidores goianos.

Ferreira (2004) afirma que as características específicas dos respondentes são úteis para a compreensão e para a análise do fenômeno estudado, pois existe a possibilidade de que a influência de falhas cognitivas, nas decisões dos investidores, possa variar em função das características sociodemográficas e do perfil de investimento, alterando a confiabilidade das decisões destes indivíduos. Neste contexto, surge a terceira hipótese desta pesquisa:

H3: A confiabilidade das decisões dos investidores goianos varia em função das características sociodemográficas dos respondentes.

2. Metodologia

A partir de uma análise dos diferentes tipos de pesquisa, identificou-se o estudo descritivo como o mais adequado para o desenvolvimento do presente trabalho. A abordagem predominante foi estabelecida de acordo com as premissas da pesquisa quantitativa. Para responder ao problema proposto utilizaram-se dados primários obtidos a partir da aplicação de questionários a investidores do Estado de Goiás, durante os anos de 2012 e 2013.

2.1 Método de Comunicação com os Indivíduos

O Método de comunicação adotado consistiu no questionamento dos respondentes por meio do questionário proposto por Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012).

O questionário é segmentado em três partes. A primeira, contendo as questões 1 a 10, objetivaram identificar o perfil pessoal e de investimento dos respondentes, ou seja, o nível de instrução, a idade, o gênero, o estado civil, a atividade profissional, o tempo de investimento em ações, a importância relativa do prazo de retorno do investimento, o nível de diversificação, o número de transações realizadas no último ano e o método de análise de ações.

A segunda parte, composta por 10 questões, objetivou identificar o excesso de confiança e fornecer dados para a mensuração da qualidade das decisões. Foram utilizadas 10 questões, de conhecimento geral, propostas por Lichtenstein, Fischhoff e Phillips (1982). Cada questão possuía duas alternativas de resposta, das quais uma era verdadeira e a outra falsa e também uma escala de meia-extensão (50% a 100%) de $(0.5 \leq p \leq 1.0)$, na qual os indivíduos pesquisados estabeleceram probabilidade de o quão certo estavam de que a alternativa escolhida fosse de fato verdadeira (PIMENTA, BORSATO e RIBEIRO, 2009).

A terceira e última parte do questionário, composta por 10 questões, buscou informações sobre a percepção dos respondentes quanto a eventos futuros a partir da versão brasileira do Teste de Orientação da Vida (TOV-R) (BANDEIRA *et al*, 2002), cujo resultado, assim como a idade dos respondentes, foram utilizados como *proxy* para o cálculo do viés otimismo.

2.2 Amostra

Foi empregado o método de amostragem aleatória simples, que se caracteriza, segundo Martins e Theófilo (2009), pelo fato de todos os elementos da população terem igual probabilidade de comporem a amostra. Para tanto, considerando-se a impossibilidade de aplicação do questionário em todas as cidades do Estado de Goiás, optou-se por realizar um sorteio, de forma

aleatória, para identificar 3 cidades do interior, além da capital Goiânia, para aplicação do questionário.

Para o sorteio, inicialmente, relacionaram-se os municípios do Estado de Goiás que, excluindo a capital Goiânia, totalizaram 245 (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 2013). Com estas informações, elaborou-se a relação dos dados brutos da população, ordenando os municípios com uma numeração aleatória. Como se dispunha de um conjunto de elementos de 245 números começou-se pelo 000 até o 244, usando três dígitos.

Sequencialmente, sorteou-se o valor de n , aqui num tamanho igual a 3, pois pretendia-se selecionar três cidades, utilizando uma tabela de números aleatórios gerada pelo Excel. Utilizou-se a tabela agrupando os números de 3 em 3, pois a amostra é de três dígitos, começando de qualquer ponto na vertical ou na horizontal, até ser possível sortear o tamanho de n existente. Por fim, os seguintes municípios, além de Goiânia, foram selecionados: Itumbiara, Alvorada do Norte e Indiara.

As pesquisadoras foram até estas cidades a fim de identificar pessoas atuantes ou que em algum momento tivessem atuado no mercado de capitais e, ao final, obteve-se 147 questionários respondidos nas quatro cidades pesquisadas.

2.3 Modelo Matemático para o Suporte do Processo Decisório Financeiro

Assim como em Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012), para o cálculo da confiabilidade das decisões será utilizada a fórmula do *Brier Score* proposto por Brier (1950), que se constitui em uma medida de desvio da calibração perfeita que possui três atributos de qualidade: confiabilidade, resolução e acurácia.

$$BS = \underbrace{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^1 N_i (p_i - \bar{o})^2}_{\text{Confiabilidade}} - \underbrace{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^1 N_i (\bar{o} - \bar{o})^2}_{\text{Resolução}} + \underbrace{\bar{o}(1 - \bar{o})}_{\text{Incerteza}} \quad (1)$$

Onde: BS = Brier Score; p_i = Níveis correspondentes de confiança; N_i = Número de respostas na categoria de confiança; 1 = Número total de categorias de confiança; n = Número de respostas; \bar{o} = Proporção correta para todos os itens assinalados com a probabilidade p_i .

Apenas a primeira parte da Equação (1), que representa a confiabilidade, foi utilizada. Assim, nesta pesquisa, a confiabilidade equivale à variância da diferença entre a proporção de respostas corretas (\bar{o}) e à média da confiança dos indivíduos em ter fornecido a resposta correta (p_i). Em termos psicométricos esta pode ser definida como a reprodução das distinções

feitas entre aspectos das pessoas, ou seja, como o grau com que múltiplas medidas de um sujeito são concordantes.

O excesso de confiança foi mensurado por meio da Equação (2), também derivada do *Brier Score*, proposta por Murphy (1973), a qual dispõe de um sinal positivo ou negativo para indicar se o indivíduo possui excesso ou baixa confiança em seus julgamentos. Quando uma pessoa apresenta excesso de confiança significa que o seu nível de confiança no julgamento tende a exceder o seu nível de acuidade.

$$\text{Excesso de Confiança} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T nt(rt - ct) \quad (2)$$

2.4 Definição Operacional das Variáveis

Os dados referentes ao perfil sócio demográfico, de investimento e ao excesso de confiança e otimismo foram caracterizados como variáveis explicativas e encontram-se descritos no Quadro 1.

Quadro 1 - Descrição das Variáveis Explicativas e Categorias de Referência

Variáveis	Descrição	Categorias de Referência
Enssup	Nível de instrução ensino superior	
Pgrad	Nível de instrução pós-graduação	
Casado	Estado civil casado	Solteiro
Divorciado	Estado civil divorciado	
Viúvo	Estado civil viúvo	
Autônomo	Posição na ocupação autônomo	Empregado
Empresário	Posição na ocupação empresário	
Um_doisanos	Compra/Vende ações de um a dois anos	Menos de um ano
Do_cincanos	Compra/Vende ações de dois a cinco anos	
ci_dezanos	Compra/Vende ações de cinco a dez anos	
Picprazo	Pouca importância a retornos de curto prazo	Retorno a curto, médio e longo prazo e recebimento de dividendos irrelevante
Impcprazo	Importância a retornos de curto prazo	
Pimprazo	Pouca importância a retornos de médio prazo	
Impmprazo	Importância a retornos de médio prazo	
Pilprazo	Pouca importância a retornos de longo prazo	
Implprazo	Importância a retornos de longo prazo	
Pidivid	Pouca importância quanto ao recebimento de dividendos	
Impdivid	Importância quanto ao recebimento de dividendos	
Uma_a_duas	Possui ações em uma a duas empresas	Mais de quinze
Três_a_cinco	Possui ações em três a cinco empresas	
seis_a_nove	Possui ações em seis a nove empresas	
Dez_a_quinze	Possui ações em dez a quinze empresas	
Exconf	Excesso de Confiança	-

Fonte: Adaptado de Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012).

2.5 Modelos Econométricos

Nesta pesquisa foi utilizado o método de estimação Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para fins de derivação dos efeitos *ceteris paribus* de um conjunto de variáveis independentes, ou seja, das características do viés excesso de confiança e do perfil pessoal e de investimento sobre a qualidade das decisões dos investidores goianos e suas respectivas hipóteses. Foram realizados testes estatísticos para verificação da adequabilidade do modelo e eventuais correções. A Equação utilizada para as regressões neste artigo foi especificada da seguinte forma:

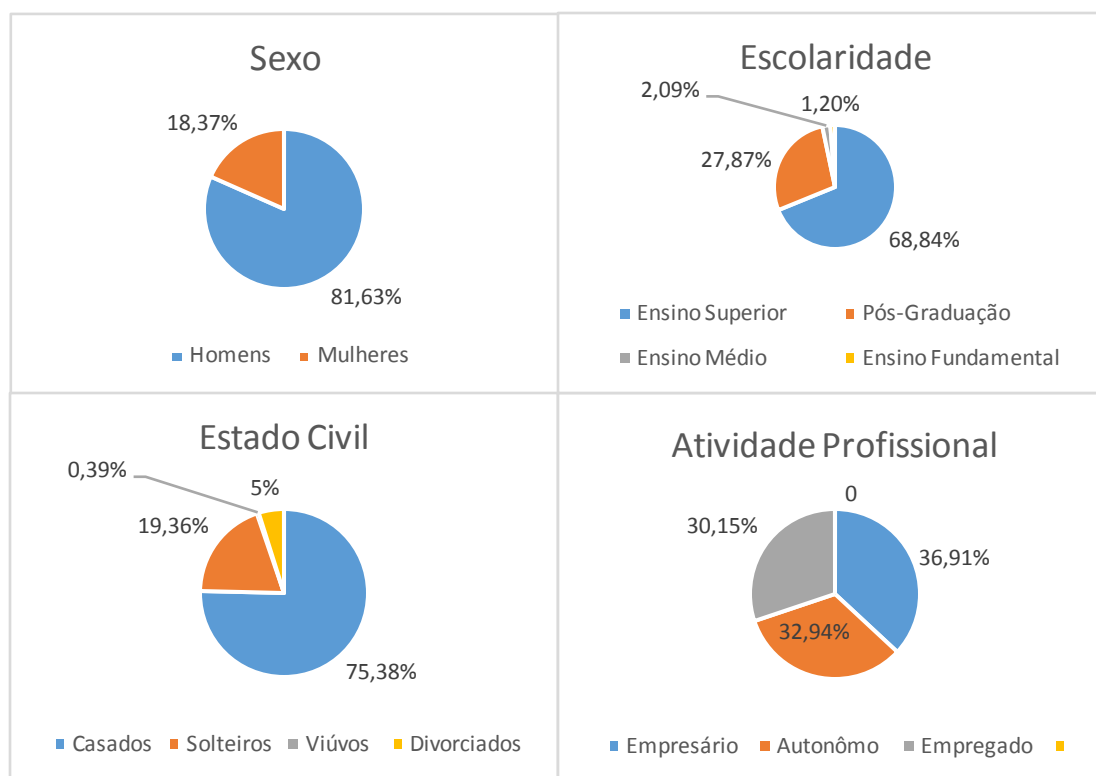
$$C = \beta_0 + \beta_1 \text{Ensup} + \beta_2 \text{Pgrad} + \beta_3 \text{Casado} + \beta_4 \text{Divorciado} + \beta_5 \text{Viúvo} + \beta_6 \text{Empreario} + \beta_7 \text{Autônomo} + \beta_8 \text{Um_doisanos} + \beta_9 \text{Do_cincoanos} + \beta_{10} \text{ci_dezanos} + \beta_{11} \text{Impcprazo} + \beta_{12} \text{Impmprazo} + \beta_{13} \text{Implprazo} + \beta_{14} \text{Impdiv} + \beta_{15} \text{Uma_a_duas} + \beta_{16} \text{Três_a_cinco} + \beta_{17} \text{Seis_a_nove} + \beta_{18} \text{Dez_a_quinze} \quad (3)$$

3. Resultados

3.1 Estatísticas Descritivas do Perfil Sociodemográfico e de Investimento

Conforme se observa na Figura 1, a maioria dos respondentes desta pesquisa, ou seja, 81,63% são homens. De um total de 147 investidores, apenas 27 são mulheres. A idade dos respondentes variou de 20 anos, idade mínima, a 62 anos, idade máxima de 62 e à média de 41 anos.

Figura 1 – Gráficos do Perfil Sociodemográfico



Fonte: Elaboração dos autores.

Em relação ao estado civil dos indivíduos pesquisados, a maioria, 75,38% declararam-se como casados ou com união estável, 19,36% como solteiros, 4,87% como divorciados e 0,39% como viúvos.

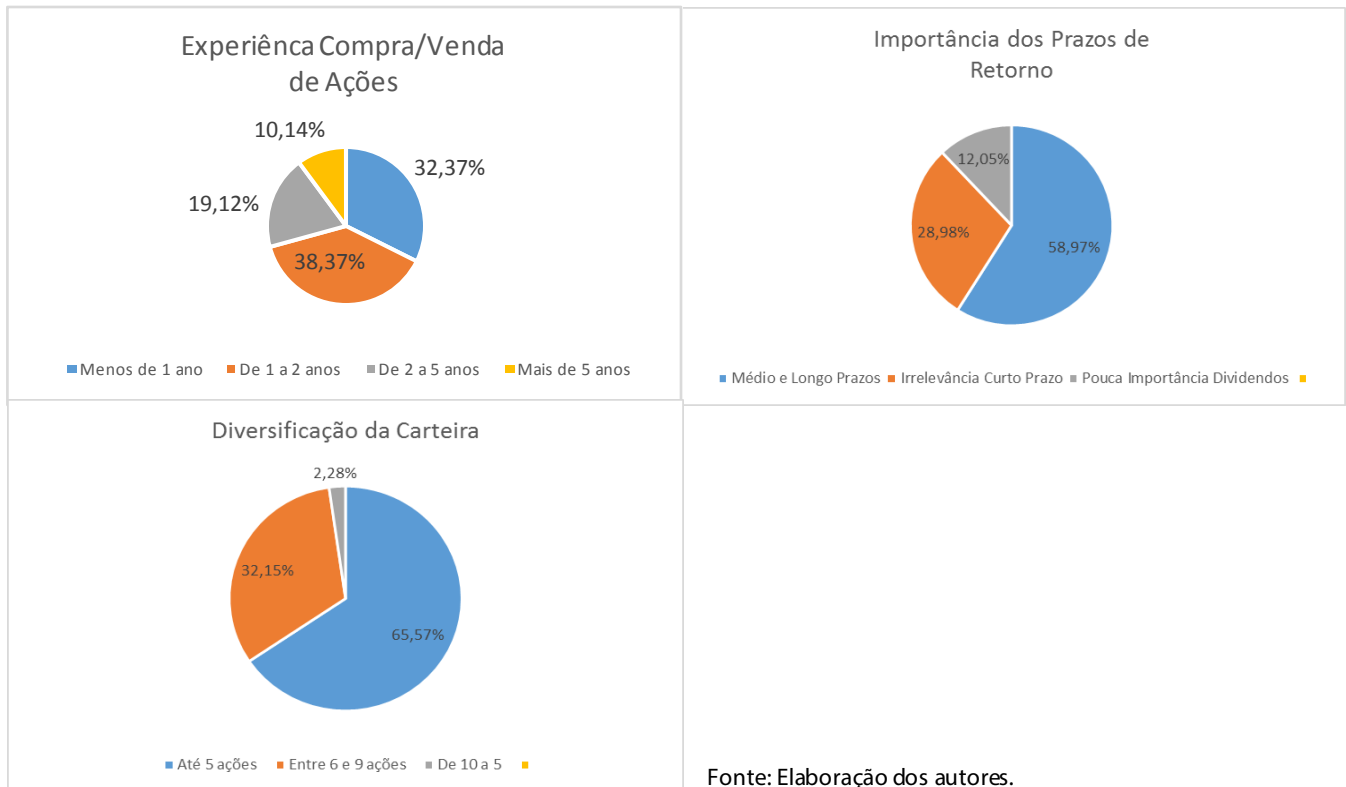
Os respondentes apresentaram um nível significativo de escolaridade: 68,84% possuíam formação superior e 27,87%, pós-graduação. Entre os demais, 2,09% possuíam ensino médio e 1,2%, ensino fundamental. Com relação à atividade profissional, 30,15% dos respondentes são empregados, 32,94% autônomos e 36,91% empresários.

Na Figura 2 apresenta-se o sumário referente ao perfil de investimento dos respondentes. Identificou-se que 32,37% dos indivíduos pesquisados têm menos de um ano de experiência na compra/venda de ações, 38,37% de um a dois anos, 19,12%, de dois a cinco anos e 10,14%, mais de cinco anos de experiência. Outra questão referente ao perfil de investimento indagava sobre os principais objetivos dos respondentes com relação à carteira de ações. Solicitou-se que estes determinassem a importância relativa de cada objetivo conforme a seguinte escala: 4 - muito importante; 3 - importante; 2 - pouco importante; 1 - irrelevante. A maioria dos respondentes, 58,97%, consideram importantes os ganhos de capital no médio prazo e no longo prazo. Enquanto

que, 28,98% consideram irrelevante o retorno a curto prazo e, 12,05%, atribuíram pouca importância ao recebimento de dividendos.

Em relação à diversificação da carteira de ações, 65,57% dos respondentes alegaram possuir até 5 ações de diferentes empresas na sua carteira. Entre os demais, 32,15% possuíam de 6 a 9 ações e 2,28%, de 10 a 15 ações de diferentes empresas.

Figura 2 – Gráficos do Perfil de Investimento



O tópico a seguir trata da análise das hipóteses levantadas nesta pesquisa.

3.2 Análise Empírica

Na tabela 1 apresenta-se o sumário da regressão geral pelo método MQ2E robusto à heteroscedasticidade para as variáveis que se apresentaram significativas aos níveis de 1% e 5%.

A primeira hipótese desta pesquisa buscou verificar se o excesso de confiança influencia negativamente a confiabilidade das decisões dos investidores goianos. Os resultados encontrados indicam, ao nível de

significância de 1%, que esta hipótese se sustenta. Ou seja, os respondentes suscetíveis ao viés excesso de confiança apresentaram, em média, uma chance 160% maior de cometerem erros durante o processo de decisão do que aqueles indivíduos não suscetíveis implicando uma menor confiabilidade nas decisões destes agentes.

Esse resultado corrobora os achados de Pimenta, Borsto e Ribeiro (2012) e de outros autores como Kahneman e Lovallo (1993) que defendem que as ilusões positivas, como é o caso do excesso de confiança, são prejudiciais a partir do momento em que conduzem a julgamentos pobres e à busca de objetivos não racionais, haja vista, que as pessoas tendem a se considerar melhores do que as outras ou acima da média em diversos atributos, sejam sociais, morais ou de habilidade interferindo na confiabilidade das decisões.

A segunda hipótese desta pesquisa verificou se o otimismo influencia negativamente a confiabilidade das decisões dos investidores goianos. Os resultados indicaram que as decisões dos investidores otimistas são, em média, 92% menos confiáveis do que aqueles não suscetíveis a este viés.

Este achado corrobora os resultados de Lovallo e Kahneman (2003) que argumentam que o otimismo gera muito mais entusiasmo do que realismo, dificultando uma avaliação adequada da realidade por parte dos investidores, e que essa ilusão cognitiva pode fazer com que os investidores sejam menos resistentes quando confrontados com as situações mais difíceis e objetivos desafiadores.

A segunda hipótese desta pesquisa verificou se o otimismo influencia negativamente a confiabilidade das decisões dos investidores goianos. Os resultados indicaram que as decisões dos investidores otimistas são, em média, 92% menos confiáveis do que aqueles não suscetíveis a este viés, ou seja, a hipótese se sustenta.

Tabela 1 - Sumário da regressão para os investidores goianos do mercado de capitais pelo Modelo MQO robusto à heteroscedasticidade

Variável Dependente: Confiabilidade das Decisões			
Variáveis	Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3
Intercepto	-15,5802*** (-10,31)	-17,874*** (-10,52)	-22,772*** (-9,52)
Excesso de Confiança	-1.6089*** (-5,17)	-1,9814*** (-5,77)	-1,7823*** (-5,08)
Otimismo		0,9210*** (9,71)	-0,9890*** (8,74)
Sexo			-0,1600*** (1,09)
Enssup			1,055 (0,0165)
Pgrad			-1,77** (-0,163)
Casado			-1,515 (-0,324)
Divorciado			7,105** (-6,75)
Viúvo			-1,975*** (-2,4185)
Empresário			1,4652** (0,845)
Autônomo			1,235 (-0,597)
Um_doisanos			-14,82 (0,0765)
Do_cincanos			-1,18755 (-13,905)
ci_dezanos			(-0,00285) 0,22155
Impcprazo			0,0287** (-1,35)
Impmprazo			-0,0021 (-0,67)
Implprazo			-0,0019*** (1,19)
Impdivid			0,0003 (0,21)
Uma_a_duas			0,0006 (0,32)
Três_a_cinco			-0,0007 (-1,02)
seis_a_nove			-0,0003 (-0,48)
Dez_a_quinze			0,0034** (0,12)
R²	0,3788	0,4587	0,3872
N. de Obs	147	147	147

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. A estatística T do teste entre parênteses. * p ≤ 0,10; ** p ≤ 0,05; *** p ≤ 0,01

Este achado corrobora os resultados de Lovallo e Kahneman (2003) que argumentam que o otimismo gera muito mais entusiasmo do que realismo, dificultando uma avaliação adequada da realidade por parte dos investidores, e

que essa ilusão cognitiva pode fazer com que os investidores sejam menos resistentes quando confrontados com as situações mais difíceis e objetivos desafiadores.

O otimismo está intimamente ligado ao excesso de confiança, embora ambos sejam distintos, pois quando os investidores tomam decisões excessivamente confiantes, conservarão o otimismo em relação ao sucesso futuro; retrospectivamente, eles manterão o otimismo, mesmo quando os resultados desapontadores de seus investimentos estiverem facilmente disponíveis (BAZERMAN, 2004).

A terceira hipótese deste estudo buscou verificar se a confiabilidade das decisões dos investidores goianos varia em função de suas características sociodemográficas. Os resultados para as variáveis, excesso de confiança e otimismo tiveram pouca variação quando se incluiu na regressão as características sociodemográficas e do perfil de investimento, os respondentes propensos a estes vieses apresentaram-se, em média, 178% e 98%, respectivamente, menos confiáveis do que aqueles não suscetíveis.

Quanto a variável sexo percebeu-se que as decisões das mulheres goianas apresentaram-se, em média, 16% menos confiáveis quando comparadas aos respondentes do sexo masculino. Todavia, essa diferença pode ter sido influenciada pela diferença no número de respondentes dos dois sexos, pois, dos 147 investidores pesquisados apenas 27 eram do sexo feminino.

Outro achado está relacionado ao grau de escolaridade dos respondentes. Os investidores com curso superior apresentaram, em média, tomar decisões confiáveis 105% a mais do que aqueles com ensino médio, considerados como categoria de referência. Já as decisões dos respondentes com pós-graduação apresentaram-se, em média, 177% menos confiáveis, também quando comparados com a categoria de referência.

Em relação ao estado civil dos indivíduos pesquisados, aqueles que se declararam divorciados apresentaram uma confiabilidade maior, em média, de 710% quando comparados aos respondentes solteiros. Já os respondentes viúvos, também em relação aos solteiros, apresentaram menor confiabilidade de 197%, em média. No quesito ocupação, as decisões dos respondentes caracterizados como empresários apresentaram-se mais confiáveis, em média, em 146% a mais do que os respondentes empregados.

Sobre as características do perfil de investimento apenas as variáveis relacionadas à importância do retorno em longo prazo e do número de ações na carteira dos investidores apresentaram-se significativas em 1% e 5%, respectivamente. Especificamente, os investidores que consideram o retorno em longo prazo importante, tiveram decisões 0,19% menos confiáveis do que aqueles que prezam pelo contrário. Enquanto que, os investidores que possuem ações de dez a quinze empresas em seu portfólio apresentaram-se mais confiáveis 0,34% do que aqueles que detêm mais de quinze ações.

Considerações Finais

Este estudo objetivou contribuir para o entendimento e o conhecimento do comportamento dos investidores goianos no que diz respeito à influência dos vieses excesso de confiança e otimismo, assim como das características sociodemográficas e do perfil de investimento sobre a confiabilidade das decisões destes indivíduos.

Para atender a este objetivo três hipóteses de pesquisa foram construídas. Os resultados das regressões indicaram que todas as hipóteses se sustentaram, ou seja, verificou-se que o excesso de confiança e o otimismo exercem influência negativa sobre a confiabilidade das decisões dos investidores goianos. Assim como, o fato de os respondentes terem pós-graduação, serem do sexo feminino, declararem-se como viúvos e atribuírem importância aos retornos em longo prazo. Já os respondentes que se declararam como empresários, os que possuem seus portfólios com a quantidade entre dez e quinze ações e que atribuem importância aos retornos em curto prazo apresentaram maior confiabilidade em suas decisões.

Todavia, algumas questões identificadas nesta pesquisa carecem de mais estudos para que possam contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais no Estado de Goiás. Uma delas se refere à baixa representatividade das mulheres no grupo, cuja participação ativa é ainda mais baixa quando comparada ao dos homens. Outra questão refere-se ao fato de os respondentes que se declararam como pós-graduados apresentarem uma confiabilidade muito baixa em relação àqueles que possuem ensino médio.

Percebeu-se que quanto maior é o grau de instrução maior é o excesso de confiança dos respondentes, o que pode ser a causa da baixa confiabilidade. No entanto, em função do baixo número de respondentes com ensino médio tal aspecto necessita de mais estudos, ficando como sugestão para novas pesquisas.

Referências Bibliográficas

BANDEIRA, M.; BEKOU, V.; LOTT, K. S.; TEIXEIRA, M. A. ROCHA, S. S. Validação Transcultural do Teste de Orientação da Vida (TOV-R). **Estudos de Psicologia**. P.251-258, 2002.

BARROS, L. A. **Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes**. 2005, 253 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas), Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

BAZERMAN, M. H. **Processo Decisório**: para cursos de administração e economia. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BLACK, F. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. **Journal of Business**, july, p.444-455, 1972.

BORSATO, J; RIBEIRO, K. C. S. Finanças Comportamentais: Um Estudo dos Vieses de Ancoragem e Falácia da Conjunção à Luz do Teste de Correlação Tetracórico. In: **XIII SEMEAD** - Seminários em Administração FEA-USP, 2010, São Paulo.

BRIER, O. W., Verification of Forecasts Expressed in Teens of Probability. **Mon Wea Review**, v.78, p.1-3, 1950.

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

FERREIRA, L.F.R. **A influência de aspectos comportamentais, presentes nas decisões dos indivíduos, sobre a alocação de recursos em um portfólio de projeto sob condições de risco**. 2004, 219 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2004.

FIALHO, F.; SANTOS, N. **Theory of Dissonance Cognitive**. Genesis Brasil, 1995.

GOMES, F.B. **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. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas), Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

KAHNEMAN, D. Rápido e Devagar: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A. **Prospect Theory**: an Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, v. 47, p. 263-291, 1979.

KAHNEMAN, D.; RIEPE, M. W. Aspects of investor psychology. **Journal of Portfolio Management**, volume 24(4), p. 52-65, 1998.

KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. **Judgment under Uncertainty: heuristics und biases**. New York: Cambridge University Press, 1982.

KIMURA, H. Aspectos Comportamentais Associados às Reações do Mercado de Capitais. **RAE-Eletrônica**, n.2, v.1, p.2-14, Jan/Jun 2003.

LICHTENSTEIN, K., A; FISCHHOFF, B.; PHILLIPS, L. D. Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. **Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory**, volume 6(2), p. 107-118, 1982.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, 47, p.13-37, February, 1965.

LINTZ, A.C. **Dinâmica de Bolhas Especulativas e Finanças**

Comportamentais: um Estudo Aplicado ao Mercado de Câmbio Brasileiro. 2004, 237 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas), Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LOVALLO, D.; KAHNEMAN, D. How Optimism Undermines Executive's Decisions. **Harvard Business Review**, volume 3, pg. 56-69, 2003.

MACEDO JR, J. S.; **Teoria do Prospecto: Uma Investigação Utilizando**

Simulação e Investimentos. 2003, 203 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas) Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2003.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance.** New York: American Finance Association, v. 7, n.1, p.77-91, mar., 1952.

MARTINS, G. A. de; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas.** São Paulo: Atlas, 2009.

MINETO, C.A.L. **Percepção ao Risco e Efeito Disposição:** uma análise experimental da teoria dos prospectos. 2005, 154 p. Tese (Doutorado em Engenharia de produção), Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade de Federal de Santa Catarina. Florianopolis, 2005.

MURPHY, A. H. A New Vector Partition of the Probability Score. **Journal of Applied Meteorology**, v. 12, p. 595-600, 1973.

NOFSINGER, J. GLASER, M; WEBER, M. **Behavioral Finance:** Investors, Corporations, and Markets. New Jersey: John Wiley and Sons, 2010.

OLSEN, R. Behavioral finance and its implications for stock price volatility. **Financial Analysts Journal.** 1998.

PIMENTA, D. P.; BORSATO, J. M. L e RIBEIRO, K. Um Estudo sobre a Influência das Características Sóciodemográficas e do Excesso de Confiança nas Decisões dos Investidores, Analistas e Profissionais de Investimento à Luz das Finanças Comportamentais. In: **REGE, Revista de Gestão.** v. 19, n. 2, p. 263-280, abr./jun, 2012.

PULFORD, B. D; COLMAN, A. M. Overconfidence: feedback and item difficulty effects. **Personality and Individual Differences**, v.23, p. 125-133, 1997.

SANTOS, M. C. **Utilizando as Finanças Comportamentais para Promover o Desenvolvimento Econômico:** a criação e aplicação de um novo axioma comportamental. 2006, 80 p. Dissertação (Mestrado em Economia), Programa

de Pós Graduação em Economia da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2006.

SIMON, H. **Comportamento Administrativo**: estudo do processo decisório nas organizações administrativas. Rio de Janeiro: FGV, 1979.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, 19, p.425-442, September 1964.

SOUZA, C.R.V. **Avaliando Questionários de Risco e o Comportamento do Investidor sobre a Ótica de Behavioral Finance**. 2005, 89 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2005.

TAYLOR, S. E. **Positive Illusions: creative self-deception and the healthy mind**. Nova York, Basic Books, 1989.

TOURANI-RAD, A.; KIRKBY, S. Investigation of Investors Overconfidence familiarity and socialization. **Accounting and Finance**, v.45, n.1, p.283-300, 2005.

TVERSKY, A; KAHNEMAN, D. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. **Cognitive Psychology**, volume 5, p.207-232, 1973.

VIEIRA, R. M. **Teorias da firma e inovação: um enfoque neo-schumpeteriano**. IV Encontro de Economia Catarinense (EEE). 2010. Disponível em: <http://www.apec.unes.net/eventos_escibelV.htm>. Acesso em: 24 de jan. 2012.

ZAKAY, D; TSAL, Y. The impact of using forced decision-making strategies on post-decisional confidence. **Journal of Behavioural Decision Making**, volume 63, pg. 53-68, 1993.

ZINDEL, M.T. L. **Finanças Comportamentais: O Viés Cognitivo Excesso de Confiança no Julgamento em Investidores e sua Relação com Bases Biológicas**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas) Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2008.

WURGLER, J.; BAKER, M. [Behavioral Corporate Finance: a current survey](#). **In Handbook of the Economics of Finance**, 2, edited by George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz. Handbooks in Economics. New York, NY: Elsevier, 2012.