



A TEORIA FINANCEIRA TRADICIONAL E A PSICOLOGIA DOS INVESTIDORES: UMA ANÁLISE EMPÍRICA

Carla Fernandes

Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

António Martins

Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Resumo

O pressuposto da racionalidade, princípio básico da teoria financeira tradicional, tem vindo a ser criticado pelos autores da escola designada por "*behavioral finance*". Estes afirmam que os investidores realizam escolhas incompatíveis com os axiomas da teoria da utilidade esperada, e que nem sempre realizam correctas estimativas acerca da futura evolução das variáveis que tentam prever.

Assim, assumindo uma posição crítica, os autores da "*behavioral finance*" argumentam que os investidores individuais, dependendo de determinados padrões mentais de leitura e interpretação da realidade, são susceptíveis a cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento, o que os afasta do pressuposto da racionalidade e leva a que as rendibilidades sejam também influenciadas por factores psicológicos.

Este artigo pretende apresentar um estudo empírico cujo objectivo foi o de testar se os investidores portugueses apresentavam tendência para cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento financeiro.

Com base no estudo realizado, foi possível concluir que o principal comportamento que domina a totalidade dos indivíduos é a aversão ao risco. Observou-se, também, a preferência pelos dividendos como componente da riqueza. A aversão a perdas constituiu um dos tipos de atitudes evidenciadas. Este comportamento levou os indivíduos a tomar diferentes atitudes face ao risco, manifestando tendência para aceitar mais facilmente o risco perante situações de perdas do que perante situações de ganhos. A sua atitude face ao risco variou também em função das passadas experiências de investimento.

Dada a escassez de estudos desta natureza em Portugal, espera-se que este trabalho possa contribuir para um melhor conhecimento da decisão financeira.

1. INTRODUÇÃO¹

A teoria financeira tradicional procura estudar e descrever o comportamento dos preços dos títulos nos mercados financeiros, utilizando modelos que se baseiam na racionalidade dos agentes. Neste contexto, racionalidade significa que os investidores tomam as suas decisões com base nos princípios da teoria da utilidade esperada, são motivados por incentivos materiais e acreditam que realizam estimativas não enviesadas dos valores futuros das variáveis desconhecidas.

No entanto, o pressuposto da racionalidade tem vindo a ser posto em causa pelos autores da escola designada por “*behavioral finance*,” que através de estudos empíricos demonstraram que os investidores realizam escolhas que não estão de acordo com os postulados da teoria da utilidade esperada, cometendo erros cognitivos no processo de tomada de decisões de investimento, o que se reflecte nos preços dos títulos. Em alternativa, estes autores desenvolveram a teoria prospectiva, que procura analisar as atitudes dos indivíduos nas suas decisões de investimento em ambiente de incerteza.

Os agentes que actuam nos mercados financeiros são humanos e o comportamento humano é impregnado de crenças, preconceitos e inúmeros desvios que os afastam da chamada racionalidade defendida pela “*standard finance*”. Como refere Hirshleifer (2001): “*Man is neither in faculties, not in apprehension like a god. Nor is human fallibility shed at the doorstep of the stock exchange*”. Por outro lado, apesar de o ser humano estar permanentemente sujeito a cometer erros, o facto é que gestores financeiros, gestores de carteiras de investimentos e investidores individuais cometem os mesmos erros repetidamente. Esta constatação foi documentada por Kahnemam, Slovic e Tversky (1982).

Este artigo pretende apresentar os principais tipos de comportamentos estudados no âmbito da “*behavioral finance*” e analisar principais conclusões de um estudo empírico cujo objectivo foi o de testar se, em Portugal, os investidores individuais apresentavam tendência para cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento no mercado de capitais.

Da análise efectuada conclui-se que o principal comportamento que domina os inquiridos é a aversão ao risco. A aversão a perdas constitui também um dos tipos de sensações evidenciadas pelos indivíduos, o que os levou a tomar diferentes atitudes face ao risco, manifestando tendência para aceitar mais facilmente o risco perante situações de perdas do que perante situações de ganhos. A sua atitude face ao risco variou também em função das passadas experiências de investimento. Sensações de arrependimento e remorso foram também evidenciadas por uma parte importante do total de indivíduos inquiridos.

¹ Os autores agradecem os comentários de dois revisores anónimos. Quaisquer erros que ainda subsistam são da sua responsabilidade.

No que respeita à preferência pelos dividendos, 80,8% do total de inquiridos manifestou propensão para diminuir as despesas de consumo presente, procurando assim evitar vender títulos da sua carteira. Com base nos resultados obtidos nos testes de independência das variáveis, e com excepção do comportamento de aversão a perdas, foi possível concluir que o facto de os indivíduos possuírem formação na área de finanças não impediu que fossem susceptíveis de cometer erros cognitivos da tomada de decisões de investimento.

O texto encontra-se organizado da seguinte forma: na secção 2 apresentam-se as linhas principais da crítica da “*behavioral finance*” à “*standard finance*”, na secção 3 apresenta-se a metodologia empregue, na secção 4 analisam-se os resultados de um estudo empírico realizado em Portugal com o objectivo de averiguar a existência de comportamentos postulados pela primeira escola, a secção 5 conclui.

2. A “STANDARD FINANCE”, A “BEHAVIORAL FINANCE” E O COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES

Desde o aparecimento do modelo de determinação dos preços de equilíbrio dos activos financeiros (“*Capital Asset Pricing Model*”- CAPM) de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), que a avaliação dos activos continua a ser um tema polémico no seio da teoria financeira. O CAPM foi ao longo do tempo um modelo muito criticado, e tais críticas foram essencialmente dirigidas aos pressupostos sobre os quais assenta e, adicionalmente, à necessidade de identificação da carteira de mercado e simplicidade do modelo, ao admitir como única variável determinante da rendibilidade de um investimento o designado risco sistemático.

Nesta corrente crítica, tem tido particular relevo a escola que se designou por “*behavioral finance*.” Os autores da “*behavioral finance*” argumentam que, para além do risco sistemático, outras variáveis influenciam as rendibilidades dos activos, nomeadamente variáveis psicológicas. A principal crítica dos autores da “*behavioral finance*” à “*standard finance*,” cujos pilares assentam na teoria da carteira de Markowitz e no CAPM, respeita ao pressuposto da racionalidade dos investidores. Defendem aqueles autores que os investidores individuais, dependendo de determinados padrões mentais de leitura e interpretação da realidade, são susceptíveis de cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento, o que os afasta do pressuposto da racionalidade e conduz a que as rendibilidades dos activos sejam também influenciadas por factores psicológicos.

Deste modo, autores como Daniel e Titman (1999), DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1989), Kahneman, Slovic e Tversky (1982), Shefrin e Statman (1984, 1985, 1986, 1998), Shiller (1979, 1981), ou Barberis e Thaler (2002) para

salientar alguns, defendem a reconstrução de uma teoria financeira levando em conta factores comportamentais, e designam esta alternativa como “*behavioral finance*.”

Muitos autores pensam que a “*behavioral finance*” introduziu a psicologia no “mundo das finanças,” mas como afirma Statman (1999): “... *psychology was never out of finance*.” A principal crítica dos autores da “*behavioral finance*” à “*standard finance*” direcciona-se contra o pressuposto da racionalidade dos investidores, segundo o qual os agentes tomam as suas decisões com base nos axiomas da teoria da utilidade esperada e realizam estimativas não enviesadas acerca do futuro.

De acordo com os princípios defendidos pela “*standard finance*,” os investidores preocupam-se apenas com o risco e a rendibilidade dos activos financeiros. A sua análise é pois centrada na média e variância das respectivas rendibilidades. No entanto, vários estudos documentam que nem sempre os investidores tomam as suas decisões com base na média e variância das rendibilidades dos títulos, manifestando determinadas preferências em torno de alguns activos particulares e atitudes face ao risco algo diferentes das admitidas pela “*standard finance*”.

A eficiência dos mercados financeiros constitui outro dos temas centrais do debate entre a “*standard finance*” e a “*behavioral finance*.” No contexto da “*standard finance*” o conceito de eficiência dos mercados financeiros foi inicialmente apresentado e desenvolvido por Fama (1970), e reporta-se à forma como os preços dos títulos incorporam a informação que chega ao mercado. Segundo a perspectiva informacional, um mercado é eficiente quando reflecte totalmente a informação disponível em cada momento, não existindo possibilidade de obtenção de rendibilidades anormais com base nessa mesma informação.

A “*standard finance*” admite pois que a formação dos preços reflecte um comportamento racional em termos agregados. Os investidores estão interessados nos valores fundamentais mas não nos valores comportamentais, raramente são confundidos por erros cognitivos, tomam as suas decisões com base na teoria da utilidade esperada, apresentam um perfeito auto-controlo, são sempre avessos ao risco e nunca experimentam sentimentos de arrependimento e remorso.

A “*standard finance*” considera ainda que em mercados eficientes não é possível a nenhum investidor, através da análise técnica e fundamental, obter excessos de rendibilidade. No entanto, não possui testes suficientemente robustos para avaliar a eficiência. Tal como Fama (1991) afirma: “*market efficiency per se is not testable*.”

Muitos dos testes realizados para averiguar se os mercados são ou não eficientes consistem na utilização de modelos risco-rendibilidade. Hawawini e Keim (1998) examinaram anomalias, em termos de rendibilidade, que ocorreram nos mercados dos E.U.A. e de outros países, tendo concluído que os testes

fornecidos pela “*standard finance*” não eram suficientemente poderosos para distinguir a ineficiência do mercado e a possibilidade dos modelos teóricos determinarem, correctamente, as rendibilidades esperadas.

Ora o facto de os investidores poderem ser influenciados por factores psicológicos na tomada de decisões de investimento leva a que a rendibilidade esperada dos títulos não dependa apenas do risco sistemático. Deste modo, nem sempre os preços reflectem valores baseados nos modelos propostos pela “*standard finance*”. No seio da “*behavioral finance*” a ineficiência dos mercados surge então como efeito dos erros cognitivos cometidos pelos investidores.

Deste modo, pretende-se, nas sub secções seguintes abordar os vários tipos de comportamentos e emoções que, segundo a “*behavioral finance*”, guiam os investidores no processo de tomada de decisões de investimento.

2.1. A “*heurística enviesada*”

Um tipo de comportamento dos investidores estudados no âmbito da “*behavioral finance*” respeita à questão da “*heurística enviesada*.” Esta pode ser entendida como o processo de auto aprendizagem, através do qual os indivíduos, por si próprios, procuram descobrir, aprender e compreender determinados fenómenos, com base nas suas experiências e informação de que dispõem.

Este processo leva os indivíduos a formularem regras de comportamento que traduzam a realidade interpretada e que os orientem na tomada de decisões. A tomada de decisões com base em tais regras implica que os indivíduos cometam frequentemente vários tipos de erros, porque a metodologia utilizada é imperfeita e muitas vezes somente baseada na informação disponível.

Neste âmbito, um tipo de erro cognitivo frequentemente cometido pelos investidores é o facto de tomarem as suas decisões de investimento com base na *representatividade*, isto é, baseado-se em julgamentos estereotipados. O princípio da *representatividade* foi analisado e estudado por Kahneman, Slovic e Tversky (1982).

No campo das finanças o princípio da *representatividade* foi documentado por DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1989). Argumentaram estes autores que os investidores, em face do que aprenderam com base na sua experiência, se tornam demasiado pessimistas em relação aos títulos que no passado se revelaram como extremos perdedores (*extreme losers*), e demasiado optimistas em relação aos títulos que no passado se assumiram como extremos ganhadores (*extreme winners*), levando os primeiros a tornarem-se subavaliados e os segundos sobreavaliados. Evidenciaram também que os títulos que no passado se revelaram como extremos perdedores apresentaram, posteriormente, desempenho superior ao dos títulos que no passado eram classificados como extremos ganhadores.

DeBondt (1992) demonstrou que as previsões acerca das rendibilidades de longo prazo realizadas pelos analistas de investimento tendem a ser influenciadas

pelos sucessos recentes, evidenciando que os analistas são mais optimistas acerca dos títulos designados como ganhadores do que em relação aos perdedores.

Shefrin e Statman (1998) concluíram que os agentes inquiridos no seu estudo esperavam que os títulos de empresas com passados ganhadores iriam continuar como ganhadores, ocorrendo o inverso no que respeita aos títulos de empresas com passados perdedores. Estes factos traduziram-se nas recomendações dos analistas, que apresentavam tendência a recomendar a compra de títulos de empresas com passados ganhadores.

Assim como o raciocínio com base na *representatividade* leva os investidores a cometerem erros na tomada de decisões de investimento, também o *excesso de confiança* que apresentam quando formulam as suas expectativas faz com que muitas vezes sejam surpreendidos pelo mercado (face às suas antecipações). Os comportamentos de *excesso de confiança* verificam-se quando os investidores estabelecem intervalos de variação demasiado estreitos para as rendibilidades dos títulos confiando no seu poder de antecipação, pois recusam admitir que apresentam uma desvantagem informacional. Verifica-se então que os investidores, perante nova informação que chega ao mercado, não ajustam suficientemente as suas expectativas, pelo que são sucessivamente surpreendidos.

DeBondt (1998) estudou o comportamento de um grupo de investidores que detinham uma carteira em cuja percentagem investida em acções era de 72%. Ao longo de vinte semanas o autor observou as previsões realizadas pelos investidores do referido grupo no que respeitava ao desempenho futuro quer do índice Dow Jones, quer das acções que compunham as suas carteiras. Concluiu então que: (1) os investidores em causa eram excessivamente optimistas no que respeitava ao futuro desempenho das acções que possuíam, mas não acerca do índice Dow Jones; (2) exibiam *excesso de confiança* – eram frequentemente surpreendidos pelas mudanças de preços das acções detidas face às suas expectativas; (3) realizavam as suas previsões, no que respeita aos preços, com base no desempenho passado; (4) subestimavam o grau de dependência das acções que possuíam face aos movimentos ocorridos no mercado, ou seja, subestimavam o *Beta*. O estudo documentou pois que os investidores exibem um excessivo optimismo e excesso de confiança. Não se interessam pela diversificação e rejeitam a relação positiva entre rendibilidade e risco.

Outro tipo de comportamento, frequentemente observado entre os investidores, diz respeito à *aversão ao não familiar*. Este tipo de comportamento pode ser observado em estudos que documentam a preferência dos investidores por títulos nacionais. French e Poterba (1991) documentaram que os investidores constituíam as suas carteiras essencialmente com títulos de empresas do seu país. Para além deste facto, verificaram ainda que os investidores eram mais optimistas acerca da evolução das rendibilidades das acções das empresas sediadas no seu país.

Huberman (2001) documentou também a preferência dos investidores por títulos emitidos por empresas nacionais ou sediadas na sua região, observando

ainda que os empregados de determinadas sociedades manifestam forte tendência para investir nas firmas onde trabalham.

2.2. A dependência dos indivíduos face a determinados padrões mentais

Os indivíduos apresentam diferentes formas de equacionar e interpretar a realidade. Cada um analisa os factos de acordo com os seus próprios padrões mentais. Desta forma, a tomada de decisões e a forma de reacção dos indivíduos, em face de um determinado evento, dependem do padrão mental utilizado na interpretação da realidade.

A teoria da utilidade esperada não explica, por exemplo, as atitudes dos indivíduos perante jogos de risco. Por contraponto, a teoria prospectiva de Kahnemán e Tversky (1979), pela sua possibilidade de aplicação experimental, procura explicar essas atitudes. Na teoria prospectiva os jogos de risco são apresentados em função de ganhos e perdas e não em função da riqueza final, captando as atitudes dos indivíduos face às perdas, aos ganhos e à forma como equacionam o problema que lhes é colocado.

Kahneman e Tversky (1979) colocaram em evidência uma forma de dependência face a padrões mentais que designaram de “aversão a perdas”. Perante jogos envolvendo risco, os referidos autores verificaram que os indivíduos violavam os princípios da teoria da utilidade esperada. Tratando-se de perdas, os indivíduos aceitavam o risco envolvido no jogo; contrariamente, perante situações de ganho, mostravam-se avessos ao risco. A razão de ser deste comportamento é a de que mantêm a esperança de vir a diminuir ou eliminar as suas perdas, ainda que a probabilidade associada a este cenário seja inferior à probabilidade associada ao cenário das perdas virem a aumentar.

Shefrin e Statman (1985) sugerem que os investidores vendem geralmente muito cedo os títulos com ganhos e mantêm durante muito tempo os títulos com perdas, o que permite verificar a sua aversão a perdas. Este resultado foi igualmente confirmado por Odean (1998 a).

Thaler e Johnson (1991) analisaram o facto de os indivíduos tomarem uma atitude diferente face ao risco consoante se tratava de perdas ou de ganhos, aceitando mais facilmente o risco quando se tratava de perdas do que quando se tratava de ganhos. Concluíram os autores que os indivíduos tomam diferentes atitudes face ao risco consoante as suas experiências passadas, aceitando mais facilmente o risco após experiências de ganhos do que após terem incorrido numa perda.

No âmbito da “*behavioral finance*” encontram-se também documentados outros tipos de comportamentos dos investidores, nomeadamente no que respeita ao tipo de aplicação em que colocam os seus fundos, demonstrando que frequentemente os indivíduos guardam os seus fundos monetários em “contas

mentais” separadas. Shefrin e Statman (1984), observaram que os investidores enquadram os dividendos e os ganhos de capital em diferentes “contas mentais”. Justificaram este tipo de comportamento pela tendência, verificada entre os investidores, para destinar os dividendos ao consumo corrente e os ganhos de capital à acumulação de poupança, nomeadamente para a reforma, educação ou outro tipo de objectivos de médio e longo prazo, registando que o comportamento de tomada de risco variava, consoante o tipo de conta mental em causa.

Os indivíduos procuram também formas e instrumentos que lhes permitam controlar as emoções. A falta de auto-controlo por parte de muitos investidores constitui outro aspecto psicológico estudado no âmbito da “*behavioral finance*”. Thaler e Shefrin (1981) notaram o facto de que os investidores procuram ferramentas que lhes permitam aumentar o auto-controlo. Determinadas regras de comportamento são consideradas como ferramentas úteis para tal fim. Neste sentido, Shefrin e Statman (1984) evidenciaram a preferência dos investidores pelos dividendos em detrimento dos ganhos de capital, e a regra de “consumir com base nos dividendos e não tocar no capital”. Tal regra constitui um exemplo da forma como os indivíduos procuram encontrar padrões de comportamento, em que o objectivo consiste em controlar as despesas de consumo corrente.

De acordo com os princípios da teoria financeira tradicional, e ignorando os impostos e custos de transacção, os dividendos e os ganhos de capital são substitutos perfeitos. No entanto a evidência demonstra que os investidores dão valor à forma que reveste a sua riqueza, manifestando uma preferência pelos dividendos. Shefrin e Statman (1984) documentam este tipo de preferência particularmente entre os investidores reformados. Resultado igualmente confirmado por Shiller e Pound (1989), que evidenciaram que normalmente os indivíduos reformados preferem diminuir as despesas de consumo em vez de se desfazerem dos títulos, obtendo um ganho de capital.

Um outro tipo de sentimento que frequentemente influencia os indivíduos quando tomam as suas decisões de investimento é o remorso. Sensações de remorso são experimentadas pelos investidores quando concluem que não tomaram a decisão certa.

Shefrin e Statman (1986) analisaram os sentimentos de arrependimento e remorso dos investidores em consequência da tomada de decisões que posteriormente vieram a revelar-se erradas. Verificaram que, normalmente, o maior sentimento de culpa surge quando os investidores não têm alguém para quem possam transferir parte desse mesmo sentimento, sentindo por isso menor remorso no caso em que basearam a sua decisão num conselho de um analista ou gestor financeiro.

Kahneman, Slovic e Tversky (1982) estudaram a forma como os sentimentos de arrependimento e remorso afectaram os investidores quando tomavam opções de investimento fora das suas estratégias convencionais, tendo concluído que os

investidores que optavam por tipos de aplicações que se desviavam da sua forma normal de actuar eram particularmente vulneráveis à dor associada a sentimentos de arrependimento e remorso, quando os resultados se revelavam inferiores aos alcançados se a sua estratégia habitual fosse mantida.

Statman (1995) argumenta também que sentimentos de culpa, arrependimento e remorso são experimentados pelos investidores quando incorrem numa perda financeira, sensações que conduzem à “aversão a perdas”.

2.3. A eficiência dos mercados e a “behavioral finance”

A eficiência dos mercados financeiros constitui um dos principais temas de debate entre a “behavioral finance” e a “standard finance”.

Fama (1970, 1991) argumentou que os mercados são eficientes e que as oportunidades de obter rendibilidades superiores à média do mercado não perduram por muito tempo. Contudo, vários autores colocaram em evidência que determinadas formas de comportamento dos investidores poderão levar os mercados à ineficiência.

Nos seus estudos, DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1989) argumentaram que os investidores tomavam as suas decisões com base na *representatividade*, resultando, deste comportamento, uma errada avaliação dos títulos. Ora para os defensores da “standard finance”, este facto reflecte apenas uma compensação pelo risco. Assim, aos títulos que no passado se apresentaram como perdedores associam-se elevadas rendibilidades (face à média do mercado) porque apresentam maior risco, e o oposto ocorre para os títulos que, no passado, se assumiram como ganhadores.

Os estudos empíricos demonstram ainda que os investidores são frequentemente surpreendidos pelo mercado, pelo facto de não ajustarem suficientemente as suas previsões em resposta à nova informação. Bernard e Thomas (1989), baseando a sua análise em carteiras de títulos constituídas em função da dimensão dos mais elevados ganhos surpresa, significando este conceito que a respectiva rendibilidade foi superior às expectativas previamente formuladas pelos investidores, mostraram que, nos seis dias seguintes a um anúncio de ganhos, os títulos que apresentaram os mais elevados ganhos surpresa apresentaram um desempenho, face à média do mercado, superior em cerca de dois pontos percentuais. Os títulos que registaram as mais elevadas perdas surpresa apresentaram um desempenho dois pontos percentuais abaixo da média do mercado.

A corrente que sustenta a “standard finance” argumenta, uma vez mais, que situações deste tipo acontecem como forma de premiar os investidores pela assunção de maior nível de risco, defendendo que os títulos que superaram o desempenho alcançado pelo mercado são mais arriscados.

Como exemplo de estudos que procuram analisar a forma como os indivíduos interpretam a informação revelada ao mercado evidencia-se o de Easterwood e

Nutt (1999). O seu objectivo consistia em estudar a reacção dos analistas no que respeita à interpretação da informação contida nos ganhos das acções. Estes autores concluíram que se verificava uma estimação exagerada das variações dos ganhos correntes, em resposta a um fraco performance anterior, sendo esta conclusão consistente com *subreacção* dos analistas perante baixas performances, uma vez que subestimaram o impacto dos sinais de preços ou a nova informação revelada ao mercado. Por outro lado, concluíram igualmente que os analistas *sobreagem* perante altos níveis de performance, consistente com a ideia de sistemática interpretação optimista por parte dos analistas perante informação contida nos ganhos anteriores.

Os autores consideraram também a hipótese de que os analistas reviam as suas previsões para as variações de ganhos, tendo concluído que os analistas sistematicamente *subreagem* perante erros de previsão do ano anterior.

As conclusões do estudo de Easterwood e Nutt mostraram-se consistentes com os trabalhos de Abarbanell e Bernard (1992) e de Daniel, Hirshleifer e Subrahmanyam (1998). Abarbanell e Bernard (1992) começaram por analisar a relação existente entre a variação dos ganhos actuais e as variações previstas. Observaram que as previsões tendiam a exceder os ganhos realizados, isto é, os analistas manifestam tendência para prever maiores variações nos ganhos do que efectivamente ocorriam, argumentando que esta observação é consistente com a exagerada reacção dos analistas.

No entanto, Fama (1998) argumenta, perante estes estudos, que a eficiência do mercado não deve ser posta em causa, apontando duas razões: em primeiro, porque um mercado eficiente gera categorias de eventos que, individualmente considerados, sugerem que os preços *sobreagem* à informação. Mas, num mercado eficiente, a aparente *sobre reacção* é aproximadamente tão frequente como a *subreacção*. Se as anomalias se dividem, aleatoriamente, entre *sobreajustamentos* e *subajustamentos*, então são consistentes com a teoria da eficiência do mercado. Em segundo, se as anomalias verificadas nas rendibilidades de longo prazo são tão importantes e elevadas, então não podem ser atribuídas à sorte. A idêntica divisão entre *sobreajustamentos* e *subajustamentos* constitui um ponto a favor da teoria da eficiência do mercado.

Na perspectiva de Fama, a teoria da eficiência do mercado não deve ser abandonada, uma vez que não existem, como argumenta, modelos teóricos comportamentais que sejam suficientemente poderosos para explicar todas as anomalias verificadas no mercado. Enfatiza, contudo, que a eficiência do mercado dificilmente pode ser testada conjuntamente com um modelo teórico de determinação das rendibilidades esperadas. Aponta ainda que todos estes modelos são incompletas descrições dos padrões sistemáticos das rendibilidades médias, durante qualquer período de amostra, o que implica que os testes à eficiência dos mercados estejam sempre sujeitos aos problemas associados aos modelos. Estes

problemas são de dois tipos: por um lado, sendo representações teóricas da realidade, os modelos não permitem estimar com todo o rigor as rendibilidades esperadas. Por outro lado, mesmo que se tenha um modelo verdadeiro e robusto, qualquer período de amostra apresenta desvios sistemáticos face às predições do modelo, que podem surgir mesmo com ajustamento do risco, indiciando falsas anomalias.

Os temas abordados no âmbito da “*behavioral finance*” não se limitam às ineficiências de preços. O pressuposto da racionalidade dos investidores é também criticado.

Uma das principais questões no âmbito da “*behavioral finance*” consiste em procurar saber se os comportamentos dos investidores, com base em certos padrões mentais e regras por eles próprios definidas de acordo com as suas experiências, podem causar desvios nos preços em relação aos seus valores fundamentais. Shiller (1979, 1981) argumenta que, dados estes comportamentos, se verifica maior volatilidade nos mercados de acções do que se os preços fossem unicamente determinados pelos valores fundamentais. Com os seus estudos, este autor gerou grande controvérsia quando procurou responder à questão se os preços das acções variavam apenas em resposta a variações nos valores fundamentais. O comportamento dos investidores quando agem de forma demasiado confiante tem duas implicações: (1) realizam escolhas erradas porque têm relutância em admitir a sua desvantagem informacional; (2) transaccionam com mais frequência do que é prudente, o que leva a um excessivo volume de transação, como referem autores como Shefrin e Statman (1994) e Odean (1998b).

O facto de os investidores apresentarem propensão para cometer erros quando tomam as suas decisões leva a que os mercados sejam ineficientes. Os defensores da “*standard finance*” afirmam que existe um suficiente número de investidores bem informados, capazes de captar todas as oportunidades de lucro inexploradas através de operações de arbitragem. Se, num dado momento, os arbitragistas observam que um título está erradamente valorizado, imediatamente compram o activo subavaliado e vendem um substituto, eliminando o desajustamento do preço face ao valor fundamental.

No entanto, como contraargumentam os defensores da “*behavioral finance*”, uma operação de arbitragem propicia a realização de lucro sem incorrer em riscos e custos de transacção, condições difíceis de verificar na realidade.

Na realidade, os investidores que realizam estratégias de arbitragem são essencialmente os gestores profissionais. Segundo Shleifer e Vishny (1997) verifica-se uma separação entre a gestão e a titularidade dos capitais. Assim sendo, os investidores que não possuem conhecimentos técnicos para avaliar estratégias de arbitragem apenas observam as rendibilidades, considerando que, em caso de perdas, os gestores demonstram incompetência, e reafectam os seus fundos. Este comportamento leva os gestores arbitragistas a liquidarem prematuramente as

suas posições, no momento em que se revelam mais atractivas. O receio desta situação leva-os a agir como se o seu horizonte temporal de investimento fosse curto, o que limita a exploração do desvio verificado nos preços.

Por outro lado, a realização de operações de arbitragem é limitada por restrições impostas pelas entidades reguladoras dos mercados às vendas a descoberto, muitas vezes necessárias à concretização destas estratégias. A existência de custos de transação limita também a arbitragem.

En suma, a “*behavioral finance*” evidenciou que as características psicológicas e preferências dos investidores são importantes, tanto nas escolhas dos investidores como no comportamento dos preços dos títulos.

Na secção seguinte apresentam-se os objectivos, a metodologia, a amostra e as principais conclusões de um estudo empírico, cuja pretensão foi a de testar se os erros cognitivos documentados pelos autores da escola da “*behavioral finance*” eram também cometidos pelos indivíduos portugueses actuantes no mercado de capitais; em particular pelos indivíduos com formação em finanças².

3. OBJECTIVOS DO ESTUDO E COMPORTAMENTOS A TESTAR

Dado o contributo da “*behavioral finance*” para a moderna teoria financeira, ao documentar as atitudes dos investidores que os afastam do pressuposto da racionalidade, o estudo apresentado – que assenta em Fernandes (2001) - teve como objectivo testar se os investidores portugueses apresentavam tendência para cometer erros cognitivos, nas suas decisões de investimento em acções³, associados a comportamentos de:

- aversão ao não familiar e receio do desconhecido – a este nível procurou-se, nomeadamente, analisar se os indivíduos, perante probabilidades de ganho incertas, decidiam tomar posições de risco, utilizando-se como base de trabalho o estudo de Shefrin (2000);
- dependência de padrões mentais – a este nível, procurou-se analisar comportamentos de “aversão a perdas”, com base nos estudos de Kahnemen e Tversky (1979) e Shefrin (2000). Também o modo como os indivíduos tendem a contabilizar perdas e ganhos, em diferentes “contas mentais”, pode indiciar dependência de padrões mentais de interpretação da realidade,

² Saliendo-se o facto de que o estudo realizado incide apenas sobre a observação dos comportamentos dos investidores individuais.

³ Ou fundos de acções, cuja noção foi também utilizada nas questões do inquérito como forma de referir carteiras de acções diversificadas. Dado que a noção de carteira de acções poderia induzir os investidores a pensar com base na sua própria carteira de investimento, cuja diversificação não seria, certamente, aproximada à de um fundo de acções e, por outro lado, constituiria um caso particular.

tendo constituído também este um dos tipos de comportamento a testar no âmbito do presente estudo.

- diferentes atitudes face ao risco – neste âmbito, para além de testar se os indivíduos inquiridos eram ou não avessos ao risco, pretendeu-se também analisar o seu comportamento de tomada de risco perante situações de perdas e de ganhos e em função das experiências recentes, utilizando-se como base de trabalho os estudos de Thaler e Johnson (1991) e Shefrin (2000);
- arrependimento e remorso, com base no estudo de Shefrin (2000);
- preferência por dividendos, baseado no trabalho de Shefrin e Statman (1984).

No âmbito do presente estudo procurou-se testar, na mesma amostra e simultaneamente, os referidos tipos de comportamentos, principalmente documentados pelos autores da “*behavioral finance*” e que possibilitam a análise experimental. Saliente-se também que as características da amostra estudada diferem das utilizadas nos estudos tomados como base de trabalho, ao incluírem sub amostras com qualidades diferentes, conforme se poderá observar através da sua descrição, nas secções seguintes.

3.1. Metodologia e amostra

Após a análise de vários trabalhos que anteriormente procuraram estudar o mesmo tipo de comportamentos, a escolha da metodologia a adoptar recaiu sobre a utilização de um inquérito⁴, com resposta presencial, realizado ao longo dos meses de Abril a Agosto de 2001. O referido inquérito foi sub dividido em duas partes: uma componente biográfica e uma componente analítica. A componente biográfica permitiu conhecer as características dos indivíduos que compunham a amostra e analisar a possível uniformidade de comportamentos, nomeadamente a relação do tipo de resposta com características como o nível de ensino ou a área de formação.

O objectivo das questões incluídas na segunda parte do inquérito foi o de testar os tipos de comportamentos, evidenciados pelos investidores, na tomada de decisões, conforme foi descrito na secção anterior. Na escolha das questões integrantes desta parte do inquérito foram considerados quer os tipos de comportamentos que se pretendiam analisar, quer a formulação já utilizada em estudos anteriores, privilegiando, sempre que possível, a formulação original. No entanto, algumas alterações foram necessárias, nomeadamente a adaptação do texto a situações de investimento.

⁴ As várias questões que compõem o inquérito não serão textualmente descritas na presente secção, uma vez que a sua leitura poderá ser realizada a partir do anexo I.

A amostra da população inquirida no âmbito do presente estudo, num total de 240 indivíduos, maiores de idade, cujas características biográficas se encontram sintetizadas no quadro I, (em anexo II), foi segmentada em dois grupos principais. A característica relevante de segmentação foi, neste caso, a formação académica na área de finanças, procurando-se equilibrar numericamente a dimensão de cada um dos grupos, de forma a permitir a comparabilidade das respostas⁵.

Neste âmbito, a amostra foi sub dividida em:

- 120 indivíduos com formação na área de finanças⁶;
- 120 indivíduos com formação em diversas áreas do conhecimento e diferentes graus de ensino.

A escolha de uma sub amostra de indivíduos com formação na área financeira, teve como objectivo testar se, apesar da sua formação académica, estes indivíduos também estariam propensos a cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a descrição da metodologia e amostra, constitui objectivo da presente secção apresentar os principais resultados obtidos na análise dos comportamentos evidenciados pelos indivíduos inquiridos na tomada de decisões de investimento. A análise das respostas foi realizada quer em termos globais, quer considerando as seguintes partições da amostra:

- Indivíduos com formação em finanças, com segmentação em licenciados ou bacharéis em Economia ou Gestão de Empresas, e estudantes dos mesmos ramos do conhecimento;
- Indivíduos com formação em diversas áreas do conhecimento;
- Indivíduos designados como empresários⁷;

⁵ Saliente-se o facto de que a taxa de resposta a todas as questões da segunda parte do inquérito foi de 100%.

⁶ O grupo de indivíduos com formação na área de finanças é composto por:

- 56 estudantes finalistas da licenciatura em Economia ou Gestão de Empresas da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e um estudante do bacharelato em Gestão de Empresas;

- 62 indivíduos licenciados em Economia ou Gestão de Empresas e um bacharel em Gestão de Empresas.

Esta sub divisão teve como objectivo permitir a análise de possíveis diferenças no comportamento de tomada de decisões de investimento entre indivíduos com características diferentes. Os estudantes, jovens, tendo a teoria financeira bastante presente nas suas mentes e ainda não sujeitos à vivência da realidade empresarial e financeira. Os licenciados, profissionais já com experiência, cujo processo de tomada de decisão pode diferir, em face das suas vivências.

⁷ 22,1% do total dos indivíduos inquiridos exerciam a sua profissão por conta própria, ou então como patrões ou empregadores, tendo-se caracterizado como empresários.

- Indivíduos inquiridos na BVLP⁸;
- Indivíduos com investimentos cotados em bolsa⁹.

4.1 Aversão ao não familiar

Na análise de comportamentos de aversão ao não familiar, observou-se que a aversão ao risco era o tipo de comportamento evidenciado pela maioria dos indivíduos inquiridos. Verificou-se que 69,2% do total dos indivíduos inquiridos preferiu, na questão 1.1 – ver anexo I –, a hipótese de escolha que evidencia a ausência de risco [opção a)], resultado consistente com o estudo de Shefrin (2000).

Verificou-se igualmente que o mesmo tipo de escolha era comum a todos os sub grupos considerados (apresentando-se alguns exemplos na tabela 1A) – ver anexo II¹⁰. Saliente-se o facto de que, no grupo de estudantes, 70,2% manifestaram preferência pela opção a) na questão 1.1. Por natureza, os jovens poderão ser mais propensos a arriscar. No entanto, e apesar da sua formação académica, optaram por uma decisão de aversão ao risco. Mesmo no grupo de empresários, eventualmente mais propensos ao risco, 56,6% optou pela escolha a) na questão 1.1, o que indica que a maioria tomou uma decisão que revela aversão pelo risco. O mesmo acontece com os indivíduos que têm (ou já tiveram) investimentos cotados, cuja percentagem que optou por a) em 1.1 foi de 64,3%.

É ainda possível verificar que este comportamento, maioritário, de aversão ao risco, é acentuado quando não são conhecidas as probabilidades atribuídas a cada uma das hipóteses de ganho. Observou-se que 84,2% do total de indivíduos preferiu a hipótese a), que evidencia a escolha ausente de risco, na questão 1.2. Estes resultados mostram que os indivíduos se tornam mais avessos ao risco quando estão perante situações menos familiares. Tal comportamento é igualmente comum a todos os sub grupos atrás mencionados.

Analisando os resultados obtidos foi possível verificar que somente 35,1% dos indivíduos que preferiram arriscar na questão 1.1 (74, neste caso), continuaram a ter uma posição de tomada de risco (escolhendo a hipótese de resposta b). Enquanto 64,9% dos que decidiram arriscar na questão 1.1 agora preferiu optar por um ganho seguro de 2.000 euros (hipótese de escolha a). Estes resultados são consistentes em todos os grupos evidenciados.

Os indivíduos que decidiram arriscar na questão 1.1, mas não em 1.2, demonstram sentimentos de aversão ao não familiar e receio do desconhecido,

⁸ De entre o total de indivíduos da amostra, 42 foram inquiridos num local particular: a Bolsa de Valores de Lisboa. Este tipo de particularização teve como objectivo possibilitar uma análise dos comportamentos que dominam a tomada de decisões de investimento de indivíduos que frequentemente acompanham a evolução das cotações dos títulos na bolsa portuguesa.

⁹ No total de indivíduos inquiridos 59,6% tinha ou já teve investimentos cotados em bolsa.

¹⁰ Para não influenciar excessivamente a dimensão total do artigo, optou-se por referir no texto alguns resultados, apresentando em tabelas outros que os complementam.

que são agravados nos indivíduos empresários e no grupo de inquiridos que tem, ou teve, investimentos cotados (conforme pode ser observado na tabela 1B).

Contudo, a grande maioria preferiu optar pelo ganho seguro em ambas as questões, dado que 92,8% dos indivíduos que optaram pela escolha ausente de risco na questão 1.1 manteve a sua opção na questão 1.2. O mesmo comportamento pode ser observado quando se processa a segmentação da amostra.

Com base nos resultados apresentados é possível concluir que o comportamento que domina a maioria dos indivíduos inquiridos, perante esta decisão de investimento, é a aversão ao risco.

De notar que a dominância de comportamentos de aversão ao risco, na generalidade dos indivíduos inquiridos, pode ser justificada pela conjuntura vivida no mercado de capitais nacional¹¹. Se esta for a explicação para o comportamento de aversão ao risco, verificado na generalidade dos investidores, então é porque são particularmente sensíveis à evolução verificada no mercado accionista nacional, no ano 2000 e primeiro semestre de 2001.

4.2 Dependência de padrões mentais

Os resultados obtidos nas respostas às questões 2.1 e 2.2 do inquérito permitem analisar a dependência dos indivíduos face a determinados padrões mentais na tomada de decisões de investimento. Nomeadamente, procuram-se analisar comportamentos de “aversão a perdas” e a forma como tais comportamentos determinam as posições de tomada de risco.

Analisando os resultados obtidos na questão 2.1, constantes a tabela 2A, é possível verificar que 80% dos indivíduos optou pela alínea a), que é uma escolha de aversão ao risco. Neste caso, a percentagem de indivíduos que manifestou aversão ao risco perante esta decisão é superior à anteriormente verificada na análise das respostas à questão 1.1. Estes resultados mostram-se coerentes quando tomamos como metodologia de análise a partição da amostra, já anteriormente evidenciada.

Neste caso, se os indivíduos raciocinassem com base no valor esperado da opção b), $E(r_b) = 2.500$ euros, verificavam que este era superior aos 2.400 euros oferecidos em a). Parece assim evidente que os indivíduos inquiridos agiram como se não atribuísem valor a 100 euros. O facto é que 100 euros não constitui, para estes indivíduos, uma suficiente recompensa para a tomada de risco, já que,

¹¹ Em 2000 e primeiro semestre de 2001 iniciou-se um período de desvalorização generalizada das cotações, os índices PSI Geral e PSI 20 registam, em 2000, uma quebra respectivamente de 8,21% e 13,01%, face a 1999, e no primeiro semestre de 2001 acentuaram-se as perdas, atingindo desvalorizações de 17,6% e 20,5%. Contrariamente ao sucedido em 1998 e 1999, em que o índice BVL Geral registou variações anuais positivas, respectivamente, de 34,7% e 12,6%.

apesar de 10.000 euros ser aproximadamente o quádruplo de 2.400, a probabilidade associada é apenas de 25%.

Contrariamente aos resultados evidenciados anteriormente, elementos constantes da tabela 2A, que contém também as respostas à questão 2.2, permite verificar que 70,8% dos indivíduos inquiridos optou pela escolha d). O mesmo tipo de resultado é comum nos restantes grupos. Neste caso, tratando-se de uma perda anunciada, torna-se evidente que 70,8% dos indivíduos decidiu arriscar. O valor esperado da opção d), que corresponde a uma perda de 7.500 euros, é exactamente o mesmo valor para a perda considerada em c).

Assim sendo, a preferência dos indivíduos pela opção d) representa um comportamento de aversão a perdas. Dado que, a escolha d), embora incerta, representa 25% de probabilidade de não perder nada. Estes resultados são consistentes com os estudos de Kahneman e Tversky (1979). As duas decisões constituem um conjunto; no entanto, os indivíduos tendem a não encarar as duas escolhas deste modo, separando as opções que envolvem ganhos das escolhas que envolvem perdas.

Comparando os resultados das respostas a ambas as questões, foi possível verificar que 70,8% dos indivíduos que escolheram a) em 2.1 optaram por d) em 2.2, enfrentando 25% de probabilidade de ganhar 2.400 euros e 75% de probabilidade de perder 7.600. Este resultado mostra-se também consistente quando consideradas, parcialmente, as respostas de cada um dos grupos em que foi dividida a amostra.

No entanto, a escolha de b) em 2.1 e c) em 2.2, podia oferecer-lhes 25% de probabilidade de ganhar 2.500 euros e 75% de probabilidade de perder 7.500, no entanto apenas 29,2% optaram por esta combinação. Este resultado é confirmado quando tomada em consideração a partição da amostra.

Verifica-se pois que os investidores raciocinam de forma diferente consoante se trata de ganhos ou perdas, quer em termos de aversão ao risco, como se pode verificar através da comparação dos resultados de resposta obtidos em ambas as questões, quer na forma como equacionam o problema de decisão que lhes foi colocado. Separando, neste caso, a decisão que envolve um ganho da decisão que envolve uma perda, enquadrando em diferentes “contas mentais” a opção seleccionada em 2.1 e em 2.2. Neste sentido, a sua forma de decisão é influenciada pela aversão a perdas.

4.3 Diferentes atitudes face ao risco

Através da análise dos resultados obtidos nas respostas às questões 3.1 e 3.2 pretende-se também verificar se a posição de tomada de risco dos indivíduos inquiridos variou consoante se tratava de perdas ou ganhos. Observou-se que 46,7% dos inquiridos optou, na questão 3.1, pela escolha que não envolve risco.

No entanto, e contrariamente aos resultados verificados nas respostas à questão 1.1, mais de metade dos inquiridos (53,3%) decidiu arriscar, optando pela escolha b).

Na realidade, o valor esperado do ganho correspondente à opção b), da questão 3.1, é de 1.500 euros, o mesmo montante envolvido na opção anterior, ausente de risco. No entanto, e comparando com os resultados obtidos nas questões 1.1 e 2.1, parece evidente que a opção de 53,3% dos inquiridos em escolher b) em 3.1, não se deve a uma análise baseada no valor esperado, mas sim ao facto desta opção oferecer a possibilidade de obtenção de ganhos, em qualquer circunstância, que no mínimo podem ser de 1.050 euros, o que torna os indivíduos mais propensos a arriscar.

Estas conclusões revelam-se consistentes quando tomadas, individualmente, as respostas da maioria dos grupos em que a amostra foi segmentada. Convém contudo referir que, no grupo de estudantes, a percentagem de escolha da hipótese a) foi de 38,6% (tabela 3A). Ou seja, neste grupo os indivíduos mostraram-se mais propensos a arriscar do que nas questões 1.1 e 2.1. O que evidencia que, ou raciocinaram com base no valor esperado, o que mostra incoerência face aos resultados das questões 1.1 e 2.1, ou demonstra que a possibilidade de obtenção de um ganho, em qualquer circunstância, exerceu maior influência sobre estes indivíduos. Saliente-se ainda o facto de nos grupos de empresários e dos indivíduos inquiridos na bolsa, as percentagens de escolha da hipótese a) foram, respectivamente de 54,7% e 61,9% (tabela 3A).

Analisando os resultados de resposta à questão 3.2, verificou-se que 60,4% dos inquiridos optou pela escolha b), que corresponde a uma posição de tomada de risco. Apesar do valor esperado da perda envolvido nesta opção ser de 750 euros, o mesmo valor apresentado em a), o facto é que a grande maioria preferiu esta opção. Este resultado é consistente com a análise de Thaler e Johnson (1991). Estes resultados, verificam-se, de forma similar, quando tomada em consideração a amostra segmentada. Mais uma vez surge como evidente que os indivíduos não raciocinaram com base no valor esperado. Optaram predominantemente por b) em 3.2, porque manifestaram comportamentos de aversão a perdas, e esta escolha apresenta 50% de probabilidade de limitar a perda a 525 euros.

Após a comparação das respostas obtidas em ambas as questões, verificou-se que em relação aos indivíduos que optaram pela escolha ausente de risco na questão 3.1, 56,3% preferiu arriscar em 3.2 a aceitar uma perda de 750 euros. Estes resultados são consistentes com os de Thaler e Johnson (1991), o que demonstra que a atitude dos inquiridos face ao risco não é uniforme, tolerando mais facilmente o risco quando se trata de perdas do que quando se trata de ganhos. A conclusão é igualmente válida para os restantes grupos em que foi segmentada a amostra.

Constitui igualmente objectivo do presente estudo determinar se a tolerância ao risco é ou não unidimensional, o que foi possível através da análise dos resultados

de resposta às questões 3.3 e 3.4. No que respeita às respostas à questão 3.3, verificou-se que 47,5% dos inquiridos, após realizar um ganho de 1.500 euros, preferiu não reinvestir, o que corresponde a uma escolha de aversão ao risco. Pelo contrário, 52,5% deles optou por uma posição de tomada de risco.

Observando os resultados constantes da tabela 3B, que descreve as escolhas de resposta dos vários grupos, é possível observar que no grupo de estudantes, 59,6% decidiu arriscar na opção b). Este resultado é coerente com a conclusão anteriormente evidenciada de que, neste grupo, os inquiridos estão mais propensos a arriscar perante a obtenção de um ganho. No caso dos empresários, apesar de avessos ao risco, como ficou claro das análises anteriores, parece evidente que, após a realização de um ganho, estes indivíduos se sentiram mais confiantes a arriscar.

Analisando comparativamente as respostas às questões 3.3 e 3.4, verificou-se que 48,2% dos indivíduos que optaram pela escolha a) na questão 3.3 mantiveram a sua decisão em 3.4, optaram assim por não reinvestir quer tenham ganho ou perdido. Por outro lado, 34,9% dos que escolheram b) na questão 3.3, mantiveram a sua decisão em 3.4, optando por reinvestir quer tenham ganho ou perdido. Idênticos resultados continuam a verificar-se, na generalidade, quando considerada a amostra segmentada em grupos.

No entanto, 51,8% dos inquiridos que optaram pela escolha a) na questão 3.3¹², não mantiveram a sua decisão na questão 3.4, o que significa que, após a obtenção de um ganho, decidiram não reinvestir. Mas, contrariamente, após uma perda, aceitaram arriscar. Dados os resultados, a atitude destes indivíduos relativamente ao risco não é unidimensional face às recentes experiências de investimento. Este comportamento é uniforme na generalidade dos grupos considerados¹³.

Registe-se também que 65,1% dos inquiridos que optaram por reinvestir na questão 3.3 preferem não arriscar na questão 3.4, o que significa que, após obterem um ganho, decidiram arriscar, reinvestindo os seus fundos. No entanto, alteraram a sua decisão, após incorrer numa perda. Este grupo de indivíduos, que representa 52,5% do total de inquiridos, demonstra igualmente que a sua atitude face a risco não é unidimensional face às recentes experiências de investimento. Estes resultados são também consistentes com os estudos de Thaler e Johnson (1991). O resultado é ainda concordante, na generalidade, quando tomadas em consideração as respostas dos diferentes grupos¹⁴.

¹² Que representam 47,5% do total de indivíduos inquiridos.

¹³ No caso do grupo dos empresários essa percentagem foi de 60%. O que demonstra, segundo Shefrin (2000), um comportamento frequentemente evidenciado pelos empresários, que consiste na persistência em manter projectos nos quais incorrem em perdas, na expectativa de vir a obter lucro.

¹⁴ Com excepção do grupo de empresários e de inquiridos na Bolsa. Nestes dois casos, respectivamente 48,5% dos empresários e 45,8% dos inquiridos na Bolsa optaram por reinvestir na questão 3.3, mas preferem não arriscar na questão 3.4.

Comparando agora as opções de resposta às questões 3.3 e 3.1, verifica-se que os resultados finais são equivalentes. Optar por não reinvestir na questão 3.3 [opção a)], após obter um ganho de 1.500 euros, proporciona o mesmo resultado de alternativa a) em 3.1. Por outro lado, se a opção recair sobre a opção b) em 3.1, significa que o investidor aceita 50% de probabilidade de ganhar 1.950 euros e 50% de probabilidade de ganhar 1.050 euros. O resultado obtido é o mesmo da escolha b), pois combinando um ganho de 1.500 euros com um outro ganho adicional de 450 o investidor encaixa 1.950 euros. Se incorrer numa perda de 450 euros, atendendo a que já ganhou 1.500 euros, poderá arrecadar 1.050 euros. Ambas as hipóteses apresentam uma probabilidade de ocorrência de 50%.

Analisando os resultados obtidos, verificou-se que 51,8% dos indivíduos que escolheram a)¹⁵ em 3.1, também optaram por a) na questão 3.3. Assim como 56,3% dos indivíduos que optaram por b)¹⁶ em 3.1, também escolheram b) na questão 3.3. No entanto 48,2% do total de indivíduos que escolheram a) na questão 3.1 modificaram a sua preferência em 3.3, optando por b)¹⁷. Também 43,8% do total de inquiridos que optaram por b) na questão 3.1 optaram pela escolha a) em 3.3¹⁸. O facto das preferências destes indivíduos se modificarem entre as questões 3.1 e 3.3, significa que não analisaram as várias opções em termos líquidos, mas organizaram separadamente os ganhos e as perdas.

Thaler e Johnson (1991) sugerem que resultados deste tipo evidenciam a forma como as pessoas organizam a suas “contas mentais”. De acordo com estes autores, a atracção adicional de experimentar ganhos separadamente inclina as pessoas para serem mais propensas a arriscar na questão 3.3 em relação à questão 3.1, o que se verifica nos 48,2% do total de indivíduos que escolheram a) na questão 3.1 e preferiram b) em 3.3¹⁹.

4.4 Arrependimento e remorso

O estudo de comportamentos de arrependimento e remorso foi realizado através da análise dos resultados de resposta obtidos na questão 4.

A observação dos resultados permitiu verificar que 41,7% dos inquiridos indicou o investidor A como sendo aquele que mais sentiu a sua auto imagem afectada perante a decisão de vender as acções e investir em depósitos a prazo. Sendo esta a percentagem mais relevante, significa que estes indivíduos foram

¹⁵ Que representam 46,7% do total de inquiridos.

¹⁶ Que representam 53,3% do total de inquiridos.

¹⁷ Resultado mais acentuado no caso do empresários, cuja percentagem de indivíduos que optou por a) na questão 3.1 e modificou a sua preferência em 3.3 foi de 65,5%.

¹⁸ Neste caso, este resultado é acentuado no caso do grupo de licenciados, cuja percentagem de indivíduos que optou por b) na questão 3.1 e modificou a sua preferência em 3.3, foi de 59,5%.

¹⁹ No caso dos empresários a atracção adicional de experimentar ganhos separadamente revela-se de forma mais intensa, face aos restantes grupos.

vulneráveis a sentimentos de arrependimento e remorso, na medida em que, identificando-se com o investidor A, estes indivíduos tiveram que aceitar toda a responsabilidade da decisão tomada. Tais resultados são consistentes com a análise de Shefrin e Statman (1986).

Por outro lado, verifica-se uma partição idêntica, das escolhas dos indivíduos inquiridos, entre os investidores B (22,5% do total) e C (24,2% do total). O investidor B vendeu as suas acções e investiu em depósitos a prazo, com base na recomendação do seu conselheiro financeiro. Neste caso, pode-se considerar que este investidor apresentará tendência para passar parte da responsabilidade para o seu gestor financeiro. Os indivíduos que optaram pela escolha do investidor B assumem outro tipo de sentimento de arrependimento, pelo facto de terem tomado a decisão como base num conselho de alguém.

Os indivíduos que indicaram o investidor C como sendo o que mais sentiu a sua auto imagem afectada perante o cenário apresentado manifestaram arrependimento por uma acção que não tomaram, uma vez que foi seguida uma estratégia convencional. Neste caso sentiram arrependimento não pela decisão tomada, mas por aquilo que não fizeram.

Do total de indivíduos inquiridos, 11,7% escolheu a opção “ninguém,” o que significa que a auto imagem não desempenha qualquer papel nesta situação.

Os resultados evidenciados revelam-se consistentes, na generalidade, quando tomada em consideração a partição da amostra em grupos. No entanto, convém ressaltar que, no grupo de empresários e de inquiridos na Bolsa, a percentagem de escolha que incidiu sobre o investidor B foi superior à dos restantes grupos, correspondendo respectivamente a 28,3% e 35,7%.

Nestes grupos, parece evidente que o sentimento de arrependimento e remorso se deve ao facto de terem tomado a decisão como base num conselho de alguém. Este comportamento, no caso dos empresários, pode evidenciar que estes indivíduos tenham dificuldade em partilhar o poder de decisão e responsabilidade. No caso dos inquiridos na Bolsa, 33,3% dos indivíduos mantinham uma actividade independente ou eram empregadores, facto que pode igualmente explicar o seu comportamento.

Statman (1995) argumenta que sentimentos de arrependimento e remorso conduzem à “aversão a perdas.” Analisando a tabela 4A das frequências das respostas à questão 4 dos indivíduos que manifestaram aversão a perdas (escolhendo a opção d) na questão 2.2), verifica-se que 44,1% são vulneráveis a sentimentos de arrependimento e remorso. Resultados igualmente confirmados, quando tomada a amostra segmentada em grupos²⁰.

²⁰ Com as excepções já evidenciadas dos grupos de empresários e de inquiridos na Bolsa.

4.5 Preferência por dividendos

Com base na observação dos resultados de resposta à questão 5 pretende-se analisar se os indivíduos manifestam preferência pelos dividendos como componente da riqueza e se este tipo de preferência os leva à formulação de regras de comportamento, como forma de autocontrolo.

Os resultados obtidos demonstraram que 80,8% dos inquiridos optou pela escolha a), o que evidencia uma preferência por dividendos como forma de financiamento do consumo corrente, em detrimento dos ganhos de capital. Este resultado é consistente com a análise de Shefrin e Statman (1984).

A escolha de a), por parte de 80,8% dos inquiridos, mostra também que, perante a situação descrita, aplicaram a regra evidenciada por Shefrin e Statman (1984) - “consumir com base nos dividendos e não tocar no capital.” Tal escolha constitui um exemplo da forma como os indivíduos procuram definir padrões de comportamento que lhes permitam aumentar o autocontrolo.

Apesar de, em Portugal, as taxas de imposto de rendimento que incidem sobre dividendos serem superiores às aplicadas aos ganhos de capital²¹ e de não existir a possibilidade de diferir a tributação dos dividendos, os resultados demonstram que os indivíduos inquiridos manifestaram uma preferência pelos dividendos.

Analisando os resultados constantes da tabela 5A, que evidenciam a tabela de frequências das respostas à questão 4 dos indivíduos que manifestaram preferência pelos dividendos, é possível observar que 43,8% são vulneráveis a sentimentos de arrependimento e remorso. Neste caso, o objectivo de minimização do sentimento de remorso leva os indivíduos a preferirem financiar as suas despesas de consumo através dos dividendos. Estes resultados são também observados nos vários grupos em que foi segmentada a amostra.

4.6 Testes de independência das variáveis

Após a verificação da coerência da generalidade das respostas entre os vários grupos de análise, realizaram-se testes de independência das variáveis. O objectivo

²¹ Nos anos 2000 e 2001 os rendimentos provenientes de dividendos e mais-valias de acções eram tributados em sede de IRS ainda de acordo com as normas preceituadas no CIRS que surgiu após a reforma fiscal de 1988. Deste modo, (não considerando os benefícios fiscais) no que respeita à tributação dos dividendos e de acordo com o CIRS os contribuintes dispunham de duas opções: a submissão destes rendimentos à taxa liberatória de 25%; ou englobamento e tributação pelas taxas gerais do IRS, caso em que seria concedida ao respectivo titular uma dedução à colecta do IRS no valor de 60% do IRC correspondente aos lucros distribuídos. As mais-valias de acções, de acordo com o preceituado no CIRS, eram tributadas a taxas liberatórias de 10%, ou não tributadas, se as acções fossem detidas por mais de doze meses. O contribuinte podia ainda optar pelo englobamento, caso em que seriam tributadas pelas taxas gerais do IRS.

Com a Lei n.º 30-G/2000 de 29 de Dezembro a tributação dos rendimentos pessoais foi alterada, porém no período da recolha de dados do presente estudo vigoravam ainda as normas preceituadas no CIRS, que surgiu após a reforma fiscal de 1988.

consistia em demonstrar a possível existência de relação entre a formação e as opções de resposta escolhidas pelos inquiridos, isto é, se o facto de os indivíduos possuírem ou não formação na área de finanças determinava o seu tipo de resposta.

A escolha da metodologia utilizada recaiu sobre a utilização do teste do qui-quadrado para variáveis nominais, cujas hipóteses a testar eram as seguintes:

H_0 : As variáveis X e Y são independentes, isto é, a formação não determina o tipo de resposta;

H_1 : As variáveis X e Y não são independentes.

Com base no teste de independência das variáveis não foi possível rejeitar a independência entre formação e aversão ao risco. Pode-se concluir que os indivíduos inquiridos manifestaram aversão ao risco independentemente de possuírem, ou não, formação na área de finanças. Contudo, nas respostas às questões 3.1 e 3.2 verificou-se que existia uma relação entre a formação e o comportamento de tomada de risco manifestado perante uma situação de ganho, mas não existia esse tipo de relação perante uma situação de perda.

Não se conseguiu também provar que a formação determinava os comportamentos de aversão ao não familiar, diferentes atitudes face ao risco em função das experiências recentes de investimento, sentimentos de arrependimento e remorso e preferência pelos dividendos. Pelo que, possivelmente, a variável formação não determinava este tipo de comportamentos. No entanto, verificou-se que a variável formação determinava o comportamento de aversão a perdas. Neste caso, os indivíduos sem formação específica em finanças eram mais propensos a optar pela escolha que evidencia este tipo de comportamento.

Com base nos resultados obtidos nos testes de independência das variáveis, e com excepção do comportamento de aversão a perdas, é possível concluir que o facto dos indivíduos possuírem formação na área de finanças não impede que sejam susceptíveis de cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento.

5. CONCLUSÃO

O pressuposto da racionalidade, princípio básico da teoria financeira tradicional tem vindo a ser criticado pelos autores da *“behavioral finance”*, que argumentam que os investidores realizam escolhas incompatíveis com os axiomas da teoria da utilidade esperada, e que nem sempre realizam correctas estimativas acerca da futura evolução das variáveis que tentam prever.

Este artigo procurou evidenciar as principais atitudes dos investidores documentadas pelos autores da *“behavioral finance”*, e apresentar as principais

conclusões de um estudo empírico em cujo objectivo foi o de testar se os investidores portugueses apresentavam tendência para cometer erros cognitivos na tomada de decisões de investimento.

Da análise efectuada aos resultados obtidos conclui-se que o principal comportamento que domina a totalidade dos indivíduos inquiridos é a aversão ao risco. Comportamento porventura justificado pelo facto de se ter verificado, em Portugal, uma quebra generalizada das cotações das acções, no ano 2000 e primeiro semestre de 2001. O que evidencia que os investidores também raciocinaram com base em pequenas amostras.

A aversão a perdas constitui também um dos tipos de sensações fortemente evidenciados pelos indivíduos, comportamento que os levou a tomar diferentes atitudes face ao risco, manifestando tendência para aceitar mais facilmente o risco perante situações de perdas do que perante situações de ganhos. A sua atitude face ao risco variou também em função das passadas experiências de investimento. Sensações de arrependimento e remorso foram também evidenciadas por 41,7% do total de indivíduos inquiridos.

No que respeita à preferência pelos dividendos, 80,8% do total de inquiridos manifestou propensão para diminuir as despesas de consumo presente, procurando assim evitar vender títulos da sua carteira. Dos indivíduos que manifestaram esta tendência, 43,8% comportaram-se desta forma com o objectivo de evitar sensações de arrependimento e remorso.

Com base nos resultados obtidos nos testes de independência das variáveis, e com excepção do comportamento de aversão a perdas, foi possível concluir que o facto de os indivíduos possuírem formação na área de finanças não impediu que fossem susceptíveis de cometer erros cognitivos da tomada de decisões de investimento.

Desta forma, conclui-se, em consonância com os resultados evidenciados por estudos tomados como base de trabalho, que os indivíduos são influenciados por factores psicológicos quando tomam as suas decisões de investimento.

Contudo, o estudo empírico realizado, por ter utilizado o método de inquérito na avaliação das decisões de investimento, apresenta como limitação o facto dos resultados obtidos poderem não corresponder exactamente ao tipo de decisões que os investidores tomariam se estivessem perante situações reais. As respostas ao inquérito revelam assim as decisões que os indivíduos tomariam, perante cada um dos cenários apresentados, e não as decisões que podem efectivamente tomar, perante semelhantes situações.

As conclusões de estudos deste tipo dependem também da amostra utilizada. Deste modo, a realização de um estudo semelhante aplicado a gestores de carteiras, nomeadamente gestores de fundos de investimento, seria interessante, uma vez que os autores da escola da *“behavioral finance”* argumentam que os erros cognitivos cometidos nas decisões de investimento são também comuns aos gestores.

A realização de um estudo semelhante, num período de valorização generalizada das cotações, poderia revelar resultados algo diferentes dos encontrados, nomeadamente no que respeita aos comportamentos de aversão ao risco.

O contributo essencial da “*behavioral finance*” foi o de documentar a existência de factores psicológicos que determinam o comportamento dos indivíduos na tomada de decisões de investimento e que influem nas rendibilidades. Contudo, os autores da “*behavioral finance*” e da “*standard finance*” não deverão assumir campos opostos, mas cooperar na pesquisa de modelos com maior poder explicativo do comportamentos dos preços dos activos nos mercados financeiros.

Um campo de investigação encontra-se assim aberto na pesquisa de modelos teóricos que melhor reflectam a realidade dos mercados financeiros, e onde interagem indivíduos que, sendo seres humanos, dispõem de limitada capacidade de processamento de informação, verificando-se ainda que nem sempre essa mesma informação é interpretada de forma correcta.

ANEXO I

Questões do Inquérito

1.1. Imagine que lhe é oferecida a seguinte escolha, por qual das hipóteses a) ou b) optaria?

- a) Aceitar uma alternativa de investimento que lhe proporciona um ganho certo de 1.000 euros.
- b) Aceitar uma outra alternativa de investimento onde:
 - com 50% de probabilidade pode ganhar 2.000 euros,
 - com 50% de probabilidade pode ganhar 0 euros.

1.2. Supondo agora que lhe é oferecida a seguinte escolha, por qual das hipóteses a) ou b) optaria?

- a) Aceitar uma alternativa de investimento que lhe proporciona um ganho certo de 1.000 euros.
- b) Aceitar uma outra alternativa de investimento onde pode:
 - ganhar 2.000 euros,
 - ganhar 0,mas em que, ao contrário da questão 1.1, não se conhecem as respectivas probabilidades.

2. Imagine que se encontra perante o seguinte par de decisões. Examine os dois conjuntos de escolhas e indique o par de opções que prefere, sabendo que o par escolhido deve conter uma **opção da questão 2.1 e outra da questão 2.2**:

2.1. Primeira decisão: admita que após investir determinado montante num fundo de acções, o seu resgate, se presentemente efectuado, lhe permite obter um ganho de 2.400 euros.

- a) Aceita resgatar o fundo aceitando o ganho seguro de 2.400 euros, ou
- b) Decide manter a sua posição, onde se verifica uma probabilidade de 25% de ganhar 10.000 euros e 75% de probabilidade de não ganhar nada.

2.2. Segunda decisão: admita que após investir determinado montante num fundo de acções, o seu resgate, se presentemente efectuado leva-o a incorrer numa perda de 7.500 euros.

- c) Aceita resgatar o fundo e incorrer numa perda segura de 7.500, ou
- d) Decide manter a sua posição, onde se verifica uma probabilidade de 75% de perder 10.000 euros e 25% de probabilidade de não perder nada.

- 3.1. Imagine que pretende investir parte das suas poupanças, sendo-lhe colocadas as seguintes opções, relativamente às quais deve indicar a sua preferência:
- a) Investir numa alternativa que lhe proporciona um ganho garantido de 1.500 euros.
 - b) Investir num fundo de investimento, onde:
 - com 50% de probabilidade pode ganhar 1.950 euros,
 - com 50% de probabilidade pode ganhar 1.050 euros.
- 3.2. Imagine que após aplicar parte das suas poupanças num fundo de investimento, a sua posição actual, se efectuasse o resgate do referido fundo, implicaria uma perda de 750 euros. Indique a sua preferência face às seguintes escolhas:
- a) Aceitar resgatar o fundo aceitando a perda segura de 750 euros.
 - b) Manter a sua posição no fundo de investimento,
 - com 50% de probabilidade de vir a incorrer numa perda de 525 euros,
 - com 50% de probabilidade de vir a incorrer numa perda de 975 euros.
- 3.3. Imagine que após aplicar parte das suas poupanças num fundo de investimento, acaba de ganhar 1.500 euros e tem a oportunidade de reinvestir novamente as suas poupanças no referido fundo. Indique a sua preferência face às seguintes escolhas:
- a) Prefere não reinvestir.
 - b) Aceita reinvestir os seus fundos, com:
 - 50% de probabilidade de vir a ganhar 450 euros,
 - 50% de probabilidade de vir a incorrer numa perda de 450 euros.
- 3.4. Imagine agora que, após aplicar parte das suas poupanças num fundo de investimento, acaba de perder 1.500 euros. Mas tem a oportunidade de investir novamente no fundo. **Mantinha a sua decisão anterior?**
- Sim Não
4. Imagine um período de declínio verificado no mercado bolsista e suponha as seguintes decisões de investimento de três investidores **A**, **B** e **C**:
O investidor **A** investe as suas poupanças maioritariamente numa carteira de acções e, com base na sua própria análise, decide vender as suas acções e aplicar os fundos num depósito a prazo.
O investidor **B** aplicava igualmente as suas poupanças numa carteira de acções e resolve também vender a sua carteira de investimento e aplicar os fundos

num depósito a prazo. Contudo, o investidor **B** baseou a sua decisão num conselho do seu gestor financeiro.

O investidor **C**, aplica tradicionalmente as suas poupanças em depósitos a prazo, que renova periodicamente. Encontrando-se estes próximos da maturidade, o investidor **C** admite a hipótese de investir no mercado accionista, acreditando que o mercado reverterá a situação de declínio. Contudo, na data de vencimento dos depósitos a prazo decidiu não aplicar as suas poupanças em acções e acaba por proceder à renovação dos depósitos a prazo.

Após realizadas as aplicações por parte dos três investidores, o mercado accionista valorizou-se em cerca de 15%. Os três investidores **A**, **B** e **C** mantinham as suas aplicações em depósitos a prazo, cuja rendibilidade iria ficar significativamente abaixo dos 15%. Qual dos investidores, na sua opinião, sentiu a sua auto imagem mais afectada perante o cenário descrito?

O investidor **A** O investidor **B** O investidor **C** Ninguém

5. Suponha que financia as suas despesas de consumo mensais com os seguintes tipos de rendimento e respectivas proporções: 70% com o salário mensal e 30% com dividendos trimestrais, proporcionados por acções de duas empresas, uma das quais corresponde a uma instituição financeira. Estes títulos são o únicos que compõem a sua carteira de investimento.

Imagine que, por mera coincidência, ambas as acções experimentaram uma quebra simultânea, nos últimos 3 meses, de 50%, o que leva as duas empresas a suspender o pagamento do próximo dividendo trimestral. Perante este cenário indique qual das escolhas prefere:

- a) Diminuir as suas despesas de consumo, em 30%, nos próximos 3 meses.
 b) Vender algumas das acções que compõem a sua carteira de investimento, gastando o montante recebido, isto é, financiando as despesas de consumo.

ANEXO II

Resultados do inquérito

QUADRO I

Síntese das características biográficas dos indivíduos inquiridos

Característica		Frequências	Frequências
		Absolutas	Relativas
Sexo	Masculino	131	54,6%
	Feminino	109	45,4%
Idade	[19 - 28]	110	45,8%
	[29 - 38]	57	23,8%
	[39 - 48]	39	16,3%
	[49 - 58]	23	9,6%
	[59 - 68]	8	3,3%
	[69 - 78]	3	1,3%
	Nível Ensino	Básico 1º Ciclo	4
Básico 2º Ciclo		3	1,3%
Básico 3º Ciclo		4	1,7%
Secundário		53	22,1%
Médio		9	3,8%
Bacharelato		10	4,2%
Licenciatura		119	49,6%
Pós-Graduação		22	9,2%
Mestrado		14	5,8%
Doutoramento	2	0,8%	
Modo como exerce a profissão	Trabalhador por conta própria	27	11,3%
	Trabalhador por conta de Outrém	117	48,8%
	Patrão/ Empregador	26	10,8%
	Outras situações	33	13,8%
	Não respostas	37	15,4%

TABELA 1A

Síntese de resultados da escolha de a) na questão 1.1

Questão 1.1	Grupo	Frequências de Resposta (%)
Resposta a)	Estudantes	70,2%
	Empresários	56,6%
	Indivíduos c/ Inv. Cotados	64,3%

TABELA 1B

Síntese de resultados da escolha de a) na questão 1.2 dos indivíduos que escolheram b) em 1.1

Grupo	Frequências de Resposta (%)
Empresários	73,9%
Indivíduos. c/ Inv. Cotados	70,6%

TABELA 2A

Resposta às questões 2.1 e 2.2 – Totalidade da Amostra

Questão	Opção	Frequências de Resposta (%)
2.1	Resposta a)	80,0%
	Resposta b)	20,0%
2.2	Resposta c)	29,2%
	Resposta d)	70,8%

TABELA 3A

Síntese de resultados da escolha de a) na questão 3.1

Questão 3.1	Grupo	Frequências de Resposta (%)
Resposta a)	Estudantes	38,6%
	Empresários	54,7%
	Indivíduos. C/ Inv. Cotados	61,9%

TABELA 3B

Síntese de resultados da escolha de b) na questão 3.3

Questão 3.3	Grupo	Frequências de Resposta (%)
Resposta b)	Licenciados	42,9%
	Estudantes	59,6%
	Empresários	62,3%

TABELA 4A

Respostas à questão 4 dos indivíduos que escolheram d) na questão 2.2 – Totalidade da Amostra

Opção	Frequências de Resposta (%)
Investidor A	44,1%
Investidor B	24,1%
Investidor C	20,0%
Ninguém	11,8%

TABELA 5B

Respostas à questão 4 dos indivíduos que escolheram a) na questão 5 – Totalidade da Amostra

Opção	Frequências de Resposta (%)
Investidor A	43,8%
Investidor B	20,1%
Investidor C	24,2%
Ninguém	11,9%

Referências bibliográficas

- Abarbanell, J., and Bernard, V., 1992, Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior, *Journal of Finance*, 47, n.º 3, 1181-1208.
- Barberis, N. and Thaler, R., 2002, A survey of behavioral finance, *National Bureau of Economic Research (NBER)*.
- Bernard, V. and Thomas, J., 1989, Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research* 27, 1-47.
- Daniel, K. Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A., 1998, Investor psychology and security market under-and overreactions, *Journal of Finance* 53, n.º 6, 1839-1886.
- Daniel, K. and Titman, S., 1999, Market efficiency in an irrational world, *Financial Analysts Journal* 55, n.º 6, 28-40.
- DeBondt, W., 1992, *Earnings Forecasts and Share Price Reversals*, Association for Investment Management and Research.
- DeBondt, W. and Thaler, R., 1985, Does the stock market overreact?, *Journal of Finance* 40, n.º 3, 793-805.
- DeBondt, W. and Thaler, R., 1987, Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, *Journal of Finance* 42, n.º 3, 557-581.
- DeBondt, W. and Thaler, R., 1989, A mean reverting walk down Wall Street, *Journal of Economic Perspectives* 3, n.º 1, 189-202.
- Easterwood, J. and Nutt, S., 1999, Inefficiency in analysts earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism, *Journal of Finance* 54, n.º 5, 1777-1797.
- Fama, E., 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, n.º 2, 383-417.
- Fama, E., 1991, Efficient capital markets II, *Journal of Finance* 46, n.º 5, 1575-1617.
- Fama, E., 1998, Market-efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics* 49, n.º 3, 283-306.
- Fernandes, C., 2001, *A Teoria financeira tradicional e a psicologia dos investidores: Um teste ao pressuposto da racionalidade*, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- French, K. and Poterba, J., 1991, Investor diversification and international equity markets *American Economic Review* 81, n.º 2, 222-226.
- Hawawini, G. and Keim, D., 1998, The cross section of common stock returns: A review of the evidence and some new findings, University of Pennsylvania, Working Paper.
- Hirshleifer, D., 2001, Investor psychology and asset pricing, *Journal of Finance* 56, n.º 4, 1533-1597.
- Huberman, G., 2001, Familiarity breeds investment, *The Review of Financial Studies* Vol. 14, n.º 3, 659-680.
- Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A., 1982, *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.
- Kahneman, D. and Tversky, A., 1979, Prospect theory: An analysis of decision making under risk, *Econometrica* 47, n.º 2, 263-291.
- Lintner, J., 1965, The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, n.º 1, 13-37.
- Mossin, J., 1966, Equilibrium in a capital asset market, *Econometrica*, 34, n.º 4, 768-783.
- Odean, T., 1998a, Are investors reluctant do realise their losses?, *Journal of Finance* 53, n.º 5, 1775-1798.
- Odean, T., 1998b, Volume, volatility, price and profit when all traders are above average, *Journal of Finance* 53, n.º 6, 1887-1934.
- Sharpe, W., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19, n.º 3, 425-442.

- Shefrin, H., 2000, *Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1984, Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 13, n.º 2, 253-282.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1985, The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *Journal of Finance* 40, n.º 3, 777-790.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1986, How not to make money in the stock market, *Psychology Today* 20, n.º 2, 52-57.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1994, Behavioral capital asset pricing theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, n.º 3, 323-349.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1998, Comparing return expectations with realised returns, Santa Clara University, Working Paper.
- Shiller, R., 1979, The volatility of long-term interest rates and expectations models of the term structure, *Journal of Political Economy*, 87, n.º 6, 1190-1219.
- Shiller, R., 1981, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 71, n.º 3, 421-436.
- Shiller, R. and Pound, J., 1989, Survey evidence on diffusion of interest and information among investors, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, n.º 1, 47-66.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1997, Limits of arbitrage, *Journal of Finance*, 52, 35-55.
- Statman, M., 1995, A behavioral framework for dollar cost averaging, *Journal of Portfolio Management* 22, n.º 1, 70-78.
- Statman, M., 1999, Behavior finance: Past battles and future engagements, *Financial Analysts Journal* 55, n.º 6, 18-27.
- Thaler, R. and Johnson, E., 1991, Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice, in *Quasi Rational Economics*, edited by Thaler, R., Russell Sage Foundation, 48-73.
- Thaler, R. and Shefrin, H., 1981, An economic theory of self control, *Journal of Political Economy* 89, n.º 2, 392-406

Abstract

The purpose of this paper is to analyse if investor behaviour in Portugal is affected by psychological traits documented by the *behavioural finance* school. After a brief description of the main differences between *standard finance* and *behavioural finance*, the results of a survey are presented and related to the findings of the later school.

The major conclusions are that risk aversion is a pervasive characteristic of investor behaviour; that loss aversion is quite common and implies that people accept risk more easily when confronted with probable losses than probable gains; and that past experiences strongly influence risk taking decisions.
