



**Joana Sofia  
Oliveira e Silva**

**O Comportamento do Investidor documentado pelas  
Finanças Comportamentais**



**Joana Sofia  
Oliveira e Silva**

## **O Comportamento do Investidor documentado pelas Finanças Comportamentais**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Auditoria, realizada sob a orientação científica da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, professora adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

**dedicatória**

Dedico este trabalho a todos os que estiveram presentes ao longo deste percurso

## **o júri**

presidente

**Prof. Doutora Helena Coelho Inácio**  
professora associada da Universidade de Aveiro

**Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves**  
professor associado da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**Prof. Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira**  
professora associada da Universidade de Aveiro

## **agradecimentos**

Em primeiro lugar, quero agradecer do fundo do meu coração aos meus pais, pelo esforço desenvolvido para me proporcionar a melhor educação, bem como pelo apoio incondicional que sempre demonstraram.

À minha orientadora, Doutora Elisabete Vieira e à Dra. Carla Fernandes, que acompanhou todos os desenvolvimentos desta tese, agradeço a ajuda e disponibilidade dada para a realização deste trabalho, apoio esse essencial.

Quero também agradecer com um carinho especial ao Bruno, pelo apoio, pela paciência e pela confiança depositada e que me fez crer que seria possível chegar ao fim.

Deixo ainda uma palavra de apreço a todos os professores e colegas do ISCA que me acompanharam ao longo destes anos e me permitiram crescer, quer a nível pessoal quer a nível profissional.

A todos o meu sincero obrigada.

**palavras-chave**

Racionalidade, comportamento do investidor, finanças comportamentais

**resumo**

A tolerância ao risco é um dos elementos fundamentais na tomada de decisões financeiras. Diversos são os estudos que preconizam formas de entendimento do risco por parte dos investidores. É neste sentido que surgem as Finanças Comportamentais, vulgarmente designadas por “*Behavioral Finance*”, como uma nova abordagem face às teorias financeiras tradicionais, contrapondo a ideia de que os fenómenos financeiros devem ser analisados partindo do pressuposto da racionalidade.

As Finanças Comportamentais pretendem demonstrar que determinadas situações financeiras devem ser entendidas no pressuposto de que os investidores são influenciados por diversos factores de natureza psicológica. Estudos recentes demonstraram que os investidores são influenciados pelas suas crenças e pelas suas preferências, argumentando as Finanças Comportamentais que os agentes tendem a afastar-se da racionalidade descrita pelas Teorias Tradicionais das Finanças.

Neste trabalho pretende-se então conhecer quais os factores que influenciam as tomadas de decisões dos investidores, com o objectivo de demonstrar que estes formam crenças e preferências, e que estas influenciam as suas decisões a nível financeiro.

Neste contexto, foi realizado um questionário com o objectivo de verificar quais os comportamentos tidos pelos investidores nacionais e se os mesmos se enquadram nas Finanças Comportamentais. Através deste inquérito foi possível concluir que os investidores tendem a apresentar maioritariamente comportamentos de aversão ao risco e a perdas, tomando as suas decisões com base em experiências passadas.

**keywords**

Rationality, investor behavior, behavior finance

**abstract**

The tolerance to risk is a key element in making financial decisions. Several studies recommend ways of understanding the risk from investors. This is why the emerging Behavioral Finance, as a new approach against the traditional financial theories, contrasting the idea that financial phenomena should be analyzed on the assumption of rationality.

Finance seek to demonstrate the behavior that certain financial statements must be understood on the assumption that investors are influenced by several factors of a psychological nature. Recent studies have shown that investors are influenced by their beliefs and their preferences and Behavioral Finance argued that agents tend to move away from rationality described by the traditional theories of finance.

This work is intended to then know which factors influence the decision making of investors, with the aim of demonstrating that investors form beliefs and preferences, and these influence their decision-making in financial terms. In this context, a questionnaire was conducted in order to verify the behavior taken by domestic investors and whether they fall within Behavioral Finance. Through this investigation we conclude that investors tend to have mostly behaviors or risk aversion an loss, making their decisions based on past experiences.

# Índice

1.Introdução .....	3
2. A Teoria Financeira Tradicional.....	7
2.1 Teoria da Carteira .....	7
2.1.1. Fronteira Eficiente.....	8
2.1.2 Teoria do Mercado de Capitais .....	9
2.2. Modelos de determinação dos preços de equilíbrio dos activos financeiros .....	10
2.2.1. Capital Asset Pricing Model .....	10
2.2.2. Arbitrage Pricing Theory .....	12
2.3 Eficiência dos mercados .....	14
2.4 Conclusão.....	17
3. Limites à Arbitragem.....	19
4. Finanças Comportamentais .....	23
4.1. Prospect Theory .....	25
4.2. Aspectos psicológicos do investidor.....	28
4.2.1. Heurística .....	29
4.2.1.1 Excesso de Confiança.....	30
4.2.1.2. Representatividade.....	31
4.2.1.3 Aversão ao não familiar e receio do desconhecido .....	33
4.2.2. A dependência face a determinados padrões mentais .....	36
4.2.2.1 Aversão a perdas.....	36
4.2.2.2 Tolerância ao Risco .....	38
4.2.2.3 Sentimento de Arrependimento e Remorso.....	38
4.2.2.4. Preferência por títulos que distribuem dividendos .....	39
4.2.2.5. Ancoragem .....	40
4.2.3 Eficiência dos Mercados .....	40
5. Estudo empírico.....	44
5.1. Objectivos .....	45
5.2. Metodologia .....	45
5.3 Caracterização da amostra .....	54
5.4 Resultados obtidos .....	57
5.4.1 – Aversão ao não familiar e receio do desconhecido .....	57
5.4.2 – Aversão a Perdas .....	60



5.4.3 – Tolerância ao Risco.....	62
5.4.4 – Excesso de Confiança.....	65
5.4.5 – Home Bias .....	70
5.4.6. Algumas considerações .....	73
6. Conclusão .....	75
Anexo I.....	80
Anexo II.....	86
Bibliografia.....	172

# 1.Introdução

A tomada de decisões por parte dos agentes intervenientes nos mercados financeiros é um processo que envolve diversas questões e, por conseguinte, o seu entendimento requer o recurso a diferentes áreas do conhecimento. A análise do processo de tomada de decisões por parte dos investidores torna-se ainda mais complexa quando pretendemos analisar e interpretar o comportamento destes no respectivo processo.

De uma forma genérica, existem duas variáveis que influenciam as decisões dos investidores no mercado: risco e rendibilidade, sendo que, genericamente, o objectivo de todos os agentes será o de maximizar a rendibilidade, conjugando-a com o menor risco possível.

Entramos aqui num ponto essencial das finanças, mas que origina algumas divergências de opinião: o risco e a sua tolerância por parte dos intervenientes nos mercados financeiros. De facto, a tolerância ao risco é um elemento fundamental quando se tomam decisões de carácter financeiro. A sua análise tem sido alvo de diversos estudos, que resultaram em diferentes formas de entendimento dos comportamentos face ao risco por parte dos investidores, o que tem constituído fonte de debate no meio académico, nomeadamente quanto ao pressuposto da racionalidade subjacente à teoria financeira.

As Finanças Tradicionais têm como principais pilares a Teoria da Carteira e os modelos de determinação dos preços de equilíbrio nos mercados financeiros, como é o caso do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e do *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

A Teoria da Carteira desenvolvida por Markowitz (1952) sugere a constituição de carteiras eficientes que visam a maximização da rendibilidade minimizando o risco, sendo que este mínimo risco se pode obter através da diversificação.

Relativamente ao CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), é um modelo que relaciona o valor esperado das rendibilidades dos títulos (ou carteiras) com o respectivo *Beta* ( $\beta$ ), uma medida de sensibilidade do activo às variações da rendibilidade do mercado. A diferença essencial entre este modelo e o APT, desenvolvido por Ross (1976), é que este último considera, para além do *Beta*, outros factores para a explicação da rendibilidade de um título ou carteira, argumentando que os pressupostos do CAPM são algo restritivos.

Para além dos pilares já referidos, a Teoria Financeira Tradicional estabelece que os mercados tendem para a eficiência, que os agentes são racionais e apresentam expectativas homogêneas. De facto, a hipótese da eficiência dos mercados representa outro tópico de debate nos meios académicos ligados às finanças.

Segundo a hipótese da eficiência dos mercados, apresentada por Fama (1970), os preços dos activos reflectem todas as informações disponíveis no mercado num dado momento. Subjacente a esta hipótese, está o pressuposto da racionalidade dos agentes.

No entanto, logo de início, é necessário entender o que significa a racionalidade. Este conceito assenta em duas asserções: quando a informação é recebida, os agentes processam-na de forma correcta, conforme descreve a Lei de Bayes<sup>1</sup>; os agentes fazem as suas escolhas de forma racional, sendo coerentes com a noção de Savage referente à Utilidade Subjectiva Esperada<sup>2</sup>.

Ao longo do tempo, este pressuposto foi sendo questionado, uma vez que a realidade dos mercados financeiros tem mostrado incoerências relativamente a esta lógica.

Então, no campo das Finanças Comportamentais, têm surgido propostas de entendimento do comportamento dos agentes, alternativas ao pressuposto da racionalidade, como por exemplo os trabalhos de Kahneman e Tversky (1974, 1979, 1986). As principais críticas dos autores das Finanças Comportamentais à Teoria Financeira Tradicional dirigem-se essencialmente ao pressuposto da racionalidade e à homogeneidade de expectativas dos investidores.

As Finanças Comportamentais realçam os aspectos psicológicos dos investidores, procurando perceber como estes se comportam, bem como formam as suas crenças e preferências.

A Teoria Financeira Comportamental analisa igualmente o que acontece quando se abandona uma das asserções fundamentais da racionalidade. É possível que os agentes sejam capazes de aplicar a Lei de Bayes, mas as escolhas tomadas podem demonstrar incompatibilidade com a Teoria da Utilidade Esperada, sendo, por isso, questionáveis à luz das Finanças Tradicionais.

---

<sup>1</sup> Thomas Bayes, um matemático do séc. XVIII, introduziu o conceito de probabilidade condicional, onde descreve que uma dada probabilidade  $p$  muda aquando da ocorrência de  $q$ . Em termos financeiros, a Lei de Bayes significa que quando surge uma nova informação no mercado, os agentes processam esses dados actualizando as suas expectativas.

<sup>2</sup> A Teoria da Utilidade Subjectiva Esperada baseia-se na crença de que as pessoas procuram tomar decisões racionais, pelo que ponderam todas as alternativas possíveis, usando todas as informações disponíveis, tendo sempre em mente o binómio custo/benefício apresentado por cada hipótese.

O objectivo do presente trabalho é a análise dos pressupostos e comportamentos documentados pela Teoria Financeira Comportamental, isto é, pretende-se verificar se, de facto, nem sempre os agentes no mercado agem de forma racional. Espera-se obter distintas respostas face ao mesmo problema, percebendo-se quais as motivações que levam os investidores a terem comportamentos diferentes dos expectáveis. Pretende-se, ainda, demonstrar a importância da análise dos comportamentos dos investidores, no sentido de perceber de que forma os mesmos podem influenciar os mercados financeiros.

Inicialmente, serão apresentados os principais fundamentos da Teoria Financeira Tradicional e das Finanças Comportamentais, contudo, dando maior ênfase a esta última, nomeadamente, referindo os principais comportamentos dos investidores que, ao longo do tempo, têm sido documentados pelos investigadores nesta área das finanças.

Deste modo, numa primeira fase, serão apresentados os principais pilares da Teoria Financeira Tradicional, passando-se posteriormente à abordagem dos principais conceitos e objecções defendidos pela mesma. Neste campo, abordar-se-á o conceito de “Arbitragem“, bem como os seus limites.

No capítulo de desenvolvimento das Finanças Comportamentais, serão explicitados os comportamentos documentados pelos estudiosos nesta área das finanças, nomeadamente aversão a perdas, excesso de confiança, optimismo, aversão ao não familiar, ancoragem e disponibilidade, abordando, ao mesmo tempo, estudos empíricos que abordam as diferentes temáticas, bem como as suas principais conclusões.

Seguidamente, apresenta-se o estudo empírico desenvolvido no âmbito deste trabalho, no qual foram colocadas questões de carácter financeiro a 300 indivíduos. O objectivo deste estudo empírico é perceber se a amostra da população estudada apresenta alguns dos comportamentos descritos pela Teoria Financeira Comportamental, nomeadamente, aversão a perdas, tolerância ao risco, excesso de confiança, *home bias* e aversão ao não familiar.

Finalmente, apresentam-se as principais conclusões deste trabalho, que passam pela constatação de que o comportamento de aversão ao risco é apresentado pela quase totalidade dos inquiridos. Os indivíduos demonstram preferência por investimentos que proporcionam um resultado certo. Esta situação é corroborada pelo comportamento de aversão a perdas, que é também um dos tipos de comportamento fortemente evidenciados pelos inquiridos.

De um modo geral, conclui-se que os comportamentos documentados pelos autores da Teoria Financeira Comportamental se verificam com frequência em alguns dos inquiridos, embora a aversão ao risco e a perdas sejam os comportamentos com maior predominância, em contraste com o comportamento de excesso de confiança, sobre o qual os resultados foram inconclusivos.

## 2. A Teoria Financeira Tradicional

O risco<sup>3</sup> é um dos conceitos que assume particular relevância quando os investidores necessitam de tomar decisões quanto aos investimentos a realizar. Geralmente o que pretendem é a maximização da rendibilidade obtida num investimento, incorrendo no menor risco possível.

Este objectivo dos investidores levou a que diversos estudiosos desenvolvessem metodologias de obtenção de carteiras óptimas, que se caracterizam por serem constituídas por vários títulos que possibilitem obter a máxima rendibilidade do capital, minimizando o risco incorrido pelo investimento. Neste contexto, foram várias as teorias que propuseram formas de obter carteiras óptimas.

Neste capítulo, serão apresentados os principais fundamentos da Teoria Financeira Tradicional, que se centram na teoria da carteira desenvolvida por Markowitz (1952) e nos modelos de determinação dos preços de equilíbrio, CAPM e APT.

No âmbito da teoria tradicional, será igualmente abordado o tema da eficiência do mercado desenvolvido por Fama (1970, 1991).

### 2.1 Teoria da Carteira

Em 1952, surge a Teoria da Carteira, desenvolvida por Markowitz (1952). Esta teoria baseia-se na selecção de carteiras que visam maximizar a rendibilidade e minimizar o risco, ou seja, procura a obtenção de carteiras eficientes e, conseqüentemente, óptimas. Este autor evidenciou que:

- O desvio padrão ou a variância podiam representar medidas de risco dos activos financeiros, mostrando assim que é possível quantificar o risco;

- É possível a constituição de carteiras de investimentos cuja rendibilidade reflecte as rendibilidades individuais de cada um dos títulos que a integram, mas em que o risco global se mostrava inferior aos valores do risco de cada título considerados individualmente;

---

<sup>3</sup> O risco está associado ao conceito de incerteza, ou seja, caracteriza-se pela probabilidade de ocorrência de variações, positivas ou negativas, na rendibilidade futura de um determinado investimento.

- O risco de uma carteira poderia ser diminuído através da diversificação. Assim, o investidor não devia considerar o risco individual de cada activo, mas sim a sua contribuição para o risco global da carteira.

Segundo esta teoria, é possível demonstrar que o risco pode ser reduzido através da diversificação. Markowitz (1952) demonstrou que quanto maior o número de títulos que compõem uma carteira, ou seja, quanto mais diversificada esta for, menor é o risco que a mesma apresenta. Neste caso, a preocupação do investidor não deveria ser o risco individual de cada activo, mas sim a sua contribuição para o risco global da carteira.

A Teoria da Carteira assume os seguintes pressupostos:

- a rendibilidade dos títulos é descrita através de uma distribuição normal, correspondendo à média das rendibilidades obtidas ao longo de um período de tempo;

- o risco pode ser expresso quantitativamente, através do desvio padrão ou da variância da rendibilidade;

- os investidores são avessos ao risco, sendo o seu objectivo minimizar o risco do seu investimento para cada valor da rendibilidade esperada, sendo este o ponto de partida subjacente à selecção de carteiras eficientes.

### **2.1.1. Fronteira Eficiente**

O processo de selecção de carteiras eficientes tem como objectivo a identificação de carteiras que minimizem o risco para cada valor de rendibilidade esperada, sendo esta uma das problemáticas das Finanças Tradicionais. A abordagem conceptual parte da consideração de uma carteira constituída por dois activos financeiros, sendo a rendibilidade média da carteira representada pela média ponderada das respectivas rendibilidades médias individuais e o risco representado pela variância.

O conjunto das carteiras eficientes será composto pelas combinações de títulos que permitam obter, para cada nível de risco, a rendibilidade máxima. Assim sendo, a rendibilidade média da carteira é uma função do respectivo risco.

Adicionalmente, a carteira eficiente para um dado investidor vai depender não só da sua atitude face ao risco, mas também da sua função utilidade. Esta função utilidade

traduz-se nas curvas de indiferença, ou seja, nas combinações rendimento/risco que proporcionam ao investidor o mesmo nível de satisfação.

Assim sendo, torna-se possível a determinação da carteira ótima de cada investidor através da sobreposição da fronteira eficiente e do mapa de curvas de indiferença. A carteira ótima será aquela que resulta do ponto de tangência da fronteira eficiente com a curva de indiferença que apresenta os maiores níveis de satisfação.

Contudo, a teoria da carteira apenas considera a possibilidade de investimento em activos com risco, o que traduz uma lacuna desta teoria, já que pode ser igualmente considerada a possibilidade de investir num activo sem risco. Foi então desenvolvido um modelo que considera esta hipótese, delineando uma nova fronteira eficiente.

### **2.1.2 Teoria do Mercado de Capitais**

Nos mercados financeiros, para além da oportunidade de investir em activos com risco, há ainda a possibilidade de investir em activos sem risco. Por tal, torna-se possível delinear uma nova configuração para a fronteira eficiente definida por Markowitz (1952), surgindo, assim, a Teoria do Mercado de Capitais.

A Teoria do Mercado de Capitais parte do pressuposto que os investidores podem investir ou contrair empréstimos à taxa de juro isenta de risco, num montante de fundos ilimitado. Para além desta opção, os investidores podem também conjugar os activos com e sem risco, investindo assim em carteiras compostas por ambos os tipos de activos. O investidor escolherá uma opção que resultará agora da combinação entre activos com e sem risco, dando assim origem a uma nova combinação de carteiras eficientes, designada por Linha do Mercado de Capitais (LMC).

Assim, a LMC permite obter as diversas combinações eficientes de investimento em activos com e sem risco. Contudo, não possibilita a determinação do preço dos activos no mercado, lacuna que veio a ser preenchida com o aparecimento dos modelos de equilíbrio do mercado de capitais.



## **2.2. Modelos de determinação dos preços de equilíbrio dos activos financeiros**

Como vimos anteriormente, os investidores tomam as suas decisões de investimento com base no binómio rendibilidade/risco.

Neste contexto, torna-se pertinente distinguir dois tipos de risco: risco diversificável ou específico e risco sistemático ou de mercado. O risco diversificável respeita aos factores específicos das empresas e das indústrias, podendo ser reduzido através da diversificação, conforme evidenciou Markowitz (1952). O risco de mercado depende das contingências do mesmo, afectando todos os títulos transaccionáveis, pelo que não é reduzido pela diversificação.

O risco sistemático é medido pela sensibilidade que a rendibilidade de um título apresenta face às variações ocorridas no mercado, medidas através do factor beta, e não pelo desvio padrão, referido anteriormente.

Neste sentido, a escolha e inclusão de títulos numa carteira deve ser precedida de uma análise à sensibilidade da sua rendibilidade em relação às variações ocorridas no mercado, ou seja, *Beta* ( $\beta$ ), uma vez que esta componente do risco afecta o risco global da carteira.

Enquanto que as teorias anteriormente referidas tinham como objectivo a selecção de carteiras eficientes através da minimização do risco para cada nível de rendibilidade, os modelos de equilíbrio vão mais além, permitindo obter uma medida relevante de risco para cada título, bem como estabelecer a relação entre a rendibilidade esperada e o risco para cada activo, no caso dos mercados estarem em equilíbrio.

De seguida será apresentado um modelo clássico de determinação dos preços de equilíbrio dos activos financeiros – CAPM.

### **2.2.1. Capital Asset Pricing Model**

Um dos mais importantes modelos no domínio das finanças é o CAPM. Este modelo foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) na década de 60. Contudo, assenta em pressupostos restritivos, dada a complexidade da realidade.

O CAPM assenta nos seguintes pressupostos:

- ausência de custos de transacção e de obtenção de informação;
- os activos são infinitamente divisíveis;
- não existem impostos sobre o rendimento pessoal, sendo indiferente a forma como os retornos do investimento são recebidos;
- individualmente os investidores não podem afectar o preço dos activos, mas o conjunto dos investidores podem determinar os preços consoante a sua acção no mercado;
- os investidores tomam decisões com base nos valores esperados e desvio padrão das rendibilidades dos activos;
- os investidores têm a possibilidade de emprestar/pedir emprestado fundos ilimitados, à taxa de juro isenta de risco;
- todos os activos são transaccionados no mercado;
- os investidores apresentam expectativas homogéneas e o mesmo horizonte temporal de investimento.

No sentido de obter a carteira eficiente, os investidores devem procurar constituir uma carteira diversificada, diminuindo o risco diversificável. Consequentemente, as suas escolhas deverão incidir sobre as carteiras situadas sobre a LMC.

Ao investir num determinado activo, os investidores pretendem obter uma rendibilidade que os compense pelo risco sistemático assumido, medido através de *Beta*. Esta relação é expressa através da Linha do Mercado de Títulos (LMT), que apresenta a rendibilidade esperada de um título ou carteira como uma função linear de *Beta*.

Mais uma vez se verifica o pressuposto principal do CAPM, ou seja, o único tipo de risco que deve preocupar os investidores é o risco sistemático, pelo facto deste influenciar a rendibilidade esperada.

Em conclusão, o CAPM compreende dois pontos essenciais:

- em equilíbrio, a rendibilidade de um título corresponde à taxa do investimento sem risco adicionada de um prémio de risco proporcional ao  $\beta$ , sendo que quanto maior o nível de risco sistemático maior a rendibilidade esperada,
- o risco sistemático representa o único factor determinante das rendibilidades.

A consideração de que a rendibilidade esperada é apenas dependente de um factor (*Beta*), bem como a não consideração dos impostos ou das diferentes taxas de obtenção ou

concessão de empréstimos, entre outras limitações, levou ao surgimento de várias críticas a este modelo, bem como ao aparecimento de novos modelos, dos quais destacamos o APT.

### **2.2.2. Arbitrage Pricing Theory**

Na década de 70, Roll (1977), teceu várias críticas ao CAPM, nomeadamente no que respeita à consideração de *Beta* como única variável da qual depende a rendibilidade, bem como no que se refere à dificuldade de determinação da verdadeira carteira de mercado. Outra crítica baseou-se no facto do modelo anteriormente apresentado não considerar a existência de diferentes taxas de obtenção ou concessão de empréstimos. Neste sentido, Ross (1976) desenvolveu o Modelo de Avaliação por Arbitragem –APT.

De acordo com este modelo, a rendibilidade de um activo não é apenas função do factor beta, mas sim de um conjunto de factores. O APT parte então do pressuposto de que existe um conjunto de factores macroeconómicos, independentes entre si, cuja variação não antecipada influencia as taxas de rendibilidade dos activos financeiros.

Ross (1976) preconiza que todas as carteiras que se possam constituir com a mesma sensibilidade aos diversos factores de risco são substitutos próximos, pelo que devem apresentar a mesma rendibilidade.

Se esta condição não se verificar, os investidores podem obter excessos de rendibilidade através de estratégias de arbitragem, vendendo as carteiras com menor rendibilidade esperada e comprando outras com rendibilidade mais elevada. Neste caso, o investidor poderia obter ganhos sem exposição ao risco e sem necessitar de investir, se utilizasse os mesmos recursos. Este processo é designado de arbitragem. No entanto, segundo este modelo de avaliação dos activos, as oportunidades de arbitragem são rapidamente eliminadas pelos investidores racionais, considerando que os mercados são competitivos e isentos de fricções.

Partindo desta base, Ross (1976) demonstra que na inexistência de oportunidades de arbitragem, os preços dos factores de risco serão comuns a todos os activos.

Segundo o modelo APT, os investidores podem conhecer a sensibilidade da rendibilidade dos activos aos diversos factores de risco sistemático pelo que, com base nisso, procuram construir carteiras diversificadas. Esta carteira óptima é constituída com

base nas preferências e aversão ao risco de cada investidor, o que pressupõe a não existência de uma estratégia de investimento única que seja ótima para todos os investidores.

Este modelo de avaliação refere que os preços são determinados com base na eliminação de oportunidades de arbitragem, não existindo preocupações no que respeita ao equilíbrio geral do mercado.

Contudo, o modelo APT também é criticável, nomeadamente, existe uma dificuldade de aplicação empírica deste modelo uma vez que não são especificados os factores de risco relevantes, bem como a sensibilidade da carteira a esses factores. O APT não permite uma fácil selecção dos factores de risco sistemático relevantes na explicação das variações não antecipadas observadas nas rendibilidades.

Existe, contudo, a possibilidade dos investidores investigarem, com base na sua intuição, os factores de risco sistemático que consideram relevantes e, a partir daí, verificarem se esses factores permitem explicar a variação das rendibilidades observadas no mercado, recorrendo a metodologias de natureza estatística.

No entanto, também a aplicação desta metodologia não reúne consenso sobre os factores de risco sistemático que determinam a rendibilidade.

De entre as inúmeras aplicações empíricas do APT, Chen, Roll e Ross (1986), identificaram um modelo explicativo das variações observadas nas rendibilidades, considerando 4 factores:

- o índice de produção industrial;
- o prémio de risco do mercado obrigacionista;
- a diferença entre taxas de juro de curto e longo prazo;
- a taxa de inflação.

Anos mais tarde, Fama e French (1993) propuseram um modelo para explicar rendibilidades de acções, utilizando 3 factores:

- a rendibilidade em excesso da carteira de mercado, face à rendibilidade de um activo sem risco;
- a diferença entre as rendibilidades de uma carteira de acções de empresas com reduzido valor de mercado e de uma carteira composta por acções de empresas com elevado valor de mercado;

- a diferença entre as rendibilidades de uma carteira de acções de empresas com elevado e com baixo rácio *book to market*.

Os resultados obtidos com este modelo foram robustos, explicando melhor a variação das rendibilidades face à aplicação do CAPM, embora esta escolha fosse também em grande parte motivada pela experiência empírica.

Roll (1977) foi um crítico do CAPM, nomeadamente no que respeita ao facto deste modelo considerar a existência de uma carteira de mercado eficiente e composta por activos com risco. No entanto, na aplicação empírica do CAPM, utilizam-se índices de acções, que constituem uma mera aproximação da carteira de mercado referida no seio do modelo, e não a própria carteira de mercado.

Em suma, os modelos de avaliação apresentados são alvo de várias críticas, sem, contudo, ser totalmente posta em causa a sua utilidade e validade. Contudo, ambos apresentam dificuldades de aplicação empírica, nomeadamente as seguintes:

- o CAPM apresenta pressupostos restritivos, exigindo o recurso a uma carteira de mercado que na realidade se torna de difícil determinação, bem como a consideração do factor beta como único determinante da rendibilidade;

- o APT admite a possibilidade da rendibilidade esperada ser determinada por um conjunto de factores de risco relevante, mas não os identifica, sendo a sua escolha baseada na experiência empírica ou construção estatística e, por isso, de certo modo, arbitrária.

Uma vez que os modelos apresentados não conseguem explicar totalmente a realidade observada, dado que a maioria dos agentes não agem sob a perfeita racionalidade, alguns investigadores procuraram conhecer outros factores e formas de análise que permitissem explicar melhor as razões que estão subjacentes à tomada de decisões e preferências dos investidores. Desta forma, surge a Teoria Financeira Comportamental, cujos principais pilares e conceitos serão abordados no capítulo quatro.

## **2.3 Eficiência dos mercados**

Um dos conceitos associados ao estudo dos mercados financeiros é a sua eficiência, conceito este apresentado e desenvolvido por Fama (1970). Esta, pode ser vista sob vários

prismas, nomeadamente na perspectiva da eficiência operacional, informacional, e com base na racionalidade dos agentes intervenientes no mercado.

A eficiência operacional está relacionada com a organização dos próprios mercados e com a sua função económica. Nesta perspectiva, pretende-se a maximização da eficiência na transferência dos fluxos de poupança para o investimento. Um mercado operacionalmente eficiente permite a transferência de risco para os agentes que estão mais aptos a tomá-los, assegurando desta forma a liquidez do mercado.

A eficiência informacional refere-se, segundo Fama (1970), à rapidez com que os preços dos títulos reflectem a informação que chega ao mercado. Consequentemente, um mercado eficiente é aquele que não ignora nenhuma informação relevante enviada para o mercado, estando todas as informações disponíveis ao mesmo tempo, sem custos e ao alcance de todos os agentes participantes nesse mercado. Isto pressupõe que não existe a possibilidade de obtenção de lucros anormais por parte de nenhum dos investidores, ou que aqueles são rapidamente eliminados pelos agentes racionais, uma vez que a informação está totalmente disponível em cada momento.

No entanto, esta ideia leva-nos ao terceiro ponto do conceito de eficiência dos mercados. O facto do mercado ser eficiente a nível informacional pode não significar que seja eficiente na sua totalidade se os agentes não agirem de forma racional. Então, a racionalidade do comportamento dos investidores descrita pelas Finanças Tradicionais, pressupõe que os investidores tomem as suas decisões de investimento em função dos valores esperados e do desvio padrão das rendibilidades dos activos e baseia-se na hipótese de homogeneidade nas expectativas dos agentes.

Com base no exposto, um mercado eficiente, na perspectiva tradicional das finanças, é aquele no qual, a partir do momento em que a informação surge no mercado, os agentes processam-na de acordo com as suas expectativas e de acordo com a média e variância esperada das rendibilidades dos activos. Uma vez que os agentes têm acesso à mesma informação, e ao mesmo tempo, dá-se início ao processo de transacção dos títulos de acordo com as expectativas dos investidores. Consequentemente, as respectivas cotações reflectem imediatamente os efeitos dessa informação.

Na Teoria Financeira Tradicional, de entre os vários pressupostos, considera-se que os agentes são racionais, não existindo fricções nos mercados e, por tal facto, o preço de

um activo é igual ao seu valor fundamental<sup>4</sup>. Esta última consideração constitui o fundamento da Hipóteses do Mercado Eficiente (HME).

De acordo com Fama (1970), existem três níveis de informação: informação contida no historial dos títulos, informação pública e informação privada. O grau de eficiência dos mercados é, assim, determinado pela medida em que cada um dos níveis de informação é utilizado. Desta forma, podem distinguir-se três níveis de eficiência: a eficiência forte, semi-forte e fraca.

Considera-se que um mercado apresenta eficiência fraca quando não é possível a nenhum investidor obter ganhos anormais, através da utilização de informação contida no historial dos títulos. O mercado é ineficiente uma vez que os intervenientes no mercado não utilizam de imediato a informação contida nos preços dos activos.

A eficiência semi-forte está relacionada com a informação pública disponível no mercado e com a forma como esta é utilizada por parte dos investidores. O mercado será eficiente se, aquando de um anúncio público relativo a um activo, se verificar de imediato alteração nos preços desse activo decorrentes da informação lançada no mercado.

A eficiência forte está relacionada com a informação privada, como por exemplo informação técnica utilizada pelas instituições financeiras a nível interno. A eficiência forte manifesta-se, então, quando a informação privada, apenas acessível aos administradores e accionistas, não permite a nenhum destes agentes obter ganhos superiores aos dos restantes intervenientes no mercado.

Para desenvolver o conceito de eficiência dos mercados, Fama (1970) considerou um conjunto de condições, como seja: não existência de custos de transacção, a informação está disponível para todos os participantes no mercado sem custos, o preço actual dos títulos reflecte toda a informação disponível e os agentes estão de acordo quanto às implicações que a informação revelada apresenta sobre o preço actual e sobre as distribuições dos preços futuros de cada activo.

Diversos foram os estudos realizados neste domínio. DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1990) foram alguns dos autores que criticaram o conceito de racionalidade dos investidores introduzindo os conceitos de *under* e *overreaction*, a serem abordados mais pormenorizadamente no capítulo quatro. Estes autores argumentaram que os investidores

---

<sup>4</sup> Entende-se por valor fundamental o valor actualizado dos montantes esperados dos fluxos de caixa futuros, quando na formação das expectativas os investidores processam de forma correcta as informações disponíveis.

nem sempre reagem com base na média e variância das rendibilidades, conforme seria expectável de acordo com a teoria da eficiência, pondo assim em causa a racionalidade dos investidores. De acordo com estes autores, existem factores de ordem pessoal e psicológica que influenciam as tomadas de decisão de investimento.

É a este nível que a Teoria Financeira Comportamental desenvolve o seu trabalho, partindo da refutação do pressuposto de eficiência dos mercados e introduzindo novos conceitos e explicações para as tomadas de decisão dos agentes presentes no mercado.

## 2.4 Conclusão

Ao longo do capítulo 2, foram evidenciados de forma sucinta os principais pilares da Teoria Financeira Tradicional, desde a Teoria da Carteira até aos modelos de determinação dos preços de equilíbrio nos mercados financeiros.

Com a Teoria da Carteira, surge pela primeira vez uma forma de quantificar o risco através da variância ou desvio padrão das rendibilidades. O objectivo desta teoria consiste na minimização do risco para cada nível de rendibilidade, o que permite constituir carteiras eficientes. Markowitz demonstrou que o risco de uma carteira pode ser reduzido através da diversificação, tendo em atenção a contribuição de cada título para o risco global da carteira.

No entanto, a consideração de que as carteiras eficientes eram constituídas apenas com base na minimização do risco para cada nível de rendibilidade tornou-se um pouco restrita e na década de 60, Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) desenvolveram o modelo de determinação de preços de equilíbrio dos activos financeiros – CAPM. Este modelo desenvolveu o conceito de  $\beta$ , como representando a sensibilidade da rendibilidade de um título face aos movimentos ocorridos no mercado, o que permite obter uma medida relevante do risco sistemático para cada título, bem como estabelecer a relação entre a rendibilidade esperada e o risco de cada activo, no caso dos mercados estarem em equilíbrio.

O CAPM constitui um dos mais importantes modelos no campo das finanças, uma vez que permite, de forma simples, estabelecer a rendibilidade como uma função linear do risco sistemático, sendo este o seu principal pressuposto.



Contudo, o facto de considerar o risco sistemático como único factor influenciável da rendibilidade de um activo, levou a que o CAPM fosse alvo de várias críticas, o que levou ao surgimento de um novo modelo – o APT.

Segundo Ross (1976), a rendibilidade dos activos deve ser influenciada por um conjunto de factores macroeconómicos e independentes entre si. Apesar desta consideração ser mais abrangente que o descrito pelo CAPM, O APT é também alvo de várias críticas, nomeadamente porque não apresenta os factores capazes de influenciar a rendibilidade dos títulos.

Outro tema abordado neste capítulo foi a eficiência dos mercados, que se relaciona com a forma e a rapidez com que os preços dos títulos reflectem a informação que chega ao mercado. Segundo Fama (1970), a eficiência dos mercados está dependente da forma como cada nível de informação (histórica, pública e privada) é utilizado no mercado, sendo assim estabelecidos três níveis de eficiência: fraca, semi-forte e forte.

Vários autores versaram os seus estudos na realização de distintos testes de eficiência, dos quais se destacam DeBondt e Thaler (1985, 1987 e 1990) que introduziram os conceitos de *under* e *overreaction*. Estes autores referem que os investidores tendem a demonstrar reacções exageradas no que respeita à forma como interpretam a informação revelada no mercado. Desta forma, os títulos que se apresentaram como perdedores em seguida apresentam excelentes performances, verificando-se também o inverso.

Conforme fica demonstrado, a Teoria Financeira Tradicional apresenta modelos bastante válidos sem contudo serem perfeitos, revelando todos eles distintas lacunas. A consideração de que os mercados são eficientes e que os investidores apresentam expectativas homogéneas são os principais temas de debate dos estudiosos nesta área, pelo que são o ponto de partida para novos estudos que refutam estes pressupostos da Teoria Financeira Tradicional. E é também a partir daqui que se desenvolvem os seguintes capítulos deste trabalho.

### 3. Limites à Arbitragem

Como vimos no capítulo anterior, um dos pressupostos essenciais da Teoria Financeira Tradicional assenta na racionalidade dos investidores. Este comportamento pressupõe que a informação presente no mercado está disponível da mesma forma para todos os que nele participam e é utilizada pelos investidores no processo de tomada de decisões de investimento. No pressuposto de que todos os investidores assimilam de forma correcta as informações enviadas para o mercado, os preços dos activos não deveriam sofrer oscilações não justificadas pela informação acerca dos indicadores económicos e financeiros fundamentais, já que o comportamento dos investidores seria uniforme na tomada de decisões<sup>5</sup>.

Shleifer e Summers (1990) referem que os investidores nem sempre reagem de forma racional, pelo que podem ocorrer desvios nos preços dos activos para além do que seria possível justificar com base na informação relevante acerca dos indicadores económicos e financeiros.

Assim, um dos argumentos dos autores das Finanças Comportamentais é o de que existem no mercado investidores que não se comportam de forma totalmente racional, podendo com a sua actuação causar desvios nos preços.

No entanto, alguns autores, como Friedman (1953)<sup>6</sup>, consideram a possibilidade de existirem no mercado agentes que se afastam da racionalidade descrita pela Teoria Financeira Tradicional mas, neste caso, os agentes racionais conseguem impedir que os restantes influenciem a segurança dos preços, através do processo de arbitragem já referido anteriormente.

Os autores das Finanças Comportamentais pretendem, assim, demonstrar que pode existir interacção entre agentes racionais e irracionais, e que a irracionalidade pode ter impacte significativo nos preços, pois a existência de limites à arbitragem pode impedir, pelo menos no curto prazo, a correcção dos preços.

Conforme Shleifer e Summers (1990) referem no seu estudo, existem dois tipos de investidores: os arbitragistas, que tomam as decisões com base na informação disponível

---

<sup>5</sup>Esta consideração de que os preços reflectem a informação disponível no mercado tem como pressuposto um mercado eficiente.

<sup>6</sup>Referência consultada indirectamente em Barberis e Thaler (2002).

em cada momento no mercado, formando expectativas racionais sobre os retornos e os *noise traders* que se caracterizam por tomarem decisões com base em variados factores, nomeadamente tendo em consideração as suas crenças e preferências, podendo assim os preços estar sujeitos a desvios sistemáticos.

Segundo os mesmos autores, os arbitragistas são os investidores considerados pela Teoria Financeira Tradicional.

Friedman (1953)<sup>7</sup> considerou igualmente que os investidores racionais conseguem anular os desvios nos preços provocados pelos irracionais. Segundo este autor, existindo um decréscimo no preço de equilíbrio de um activo, este é encarado como uma boa oportunidade para os investidores racionais, que irão obter acções a um preço mais baixo, ao mesmo tempo que adquirem acções de um substituto<sup>8</sup>. O facto de poderem recorrer à aquisição de títulos substitutos fará com que se verifique uma pressão no valor dos activos. Este processo faz com que os preços dos activos atinjam uma situação de equilíbrio.

Assim sendo, a existência de substitutos perfeitos faz com que o processo de arbitragem não envolva qualquer tipo de risco, uma vez que os arbitragistas conseguem negociar todos os activos aos melhores preços.

No entanto, para que este processo de arbitragem resulte, a existência de substitutos perfeitos é um ponto basilar para a concretização do processo de arbitragem, devendo os preços relativos dos títulos estar em sintonia, para que não existam oportunidades de arbitragem arriscadas.

Segundo a perspectiva da Teoria Comportamental, as estratégias definidas por Friedman (1953) envolvem riscos, podendo não levar à correcção de preços, para além de considerar a não existência de substitutos perfeitos para os activos transaccionados no mercado.

Conforme documentam Shleifer e Summers (1990), a arbitragem é limitada e pode ser mais dispendiosa e custosa do que inicialmente possa indicar, nomeadamente devido à presença do risco fundamental, *noise trader risk*, custos de implementação e a imprevisibilidade do preço de venda futuro.

---

<sup>7</sup> Referência consultada indirectamente em Barberis e Thaler (2002).

<sup>8</sup> O conceito de substituto perfeito apresentado por Shleifer e Summers (1990) representa a existência de uma carteira de títulos com os mesmos retornos que os proporcionados pela carteira original.

O conceito de *noise trader* foi abordado igualmente por De Long (1990)<sup>9</sup> e por Shleifer e Vishny (1997). Este tipo de agentes toma as suas decisões com base em diversos factores, nomeadamente de ordem psicológica. Não agindo de acordo com a racionalidade prevista pela Teoria Financeira Tradicional, é difícil prever o comportamento dos *noise traders*, pelo que os agentes racionais não poderão realizar o seu processo de arbitragem sem incorrer em riscos, uma vez que as preferências e crenças dos investidores não são transmissíveis na informação disponível no mercado. A presença de *noise trader risk* no mercado financeiro pode levar os arbitragistas a liquidar as suas posições mais cedo, podendo este facto implicar elevadas perdas potenciais.

Os custos de implementação constituem também um limite à arbitragem, na medida em que este é um processo que implica conhecimentos específicos. O seu entendimento é complexo e a sua interpretação pode ter efeitos adversos e contrários ao pretendido. Assim sendo, pode ser necessária uma aprendizagem sobre esta estratégia, o que implica custos. Existem ainda custos de transacção, entendidos como comissões, que com o aumento de propostas e impacte dos preços, podem tornar menos atraente a exploração destas oportunidades de ganhos. Esta assumpção de que a arbitragem exige custos de implementação, constitui por si só uma limitação ao processo.

Para o processo de arbitragem ser bem conseguido os arbitragistas devem, antes de tudo, perceber se a performance do mercado justifica a sobreavaliação dos preços dos activos e até que ponto será sustentável a manutenção dos retornos elevados. Para isso, os arbitragistas devem conhecer o valor fundamental dos activos e, na realidade, eles podem não o saber nem ser capazes de detectar alterações de preços que reflectam desvios nos valores fundamentais, o que torna este processo de arbitragem ainda mais arriscado.

Segundo Shleifer e Summers (1990), o anúncio de informação no mercado pode ser o bastante para que o processo de arbitragem seja limitado, uma vez que esta informação pode não ser processada de forma correcta, podendo os arbitragistas não conseguir, de facto, saber o valor fundamental dos activos. Conforme documentam estes autores, o processo de arbitragem pode não ser tão linear como descrito pela Teoria Financeira Tradicional, nomeadamente em virtude das expectativas e sentimentos dos investidores, não podendo estes ser justificados na totalidade pela informação.

---

<sup>9</sup> Consultado indirectamente em Barberis e Thaler (2002).

Na sequência do que foi exposto, verificamos mais uma vez que os investidores nem sempre se preocupam apenas com o binómio rendibilidade/risco, existindo diversas estratégias que se podem explorar no sentido de obter ganhos superiores. Esta assumption demonstra que no mercado existem investidores que não se comportam de acordo com a racionalidade e homogeneidade de expectativas defendidas pela Teoria Financeira Tradicional. Sendo assim, torna-se agora imperativo perceber quais os tipos de comportamento que podem levar os investidores a distanciarem-se do conceito de racionalidade, percebendo quais os erros cognitivos a que estão sujeitos, de acordo com a Teoria Financeira Comportamental.

## 4. Finanças Comportamentais

A tomada de decisões de carácter financeiro e a tolerância ao risco são dois dos pontos essenciais das finanças e, por isso, alvo de reflexão e discussão por parte dos vários intervenientes no mercado, tais como investidores e investigadores nesta área.

Durante largos anos foram várias as propostas de entendimento destes dois conceitos, desenvolvidos diversos estudos e apresentadas várias perspectivas acerca da forma como os investidores tomam decisões de carácter financeiro.

De uma forma geral podem distinguir-se duas correntes de pensamento: Teoria Financeira Tradicional, na qual os investidores têm em conta o risco e a rendibilidade<sup>10</sup> esperada nos seus negócios e a Teoria Comportamental, que tem por base pressupostos que consideram que os agentes têm em consideração outros factores na tomada de decisões de carácter financeiro, por exemplo as suas crenças e preferências.

Os principais pilares conceptuais da Teoria Financeira Tradicional foram, como vimos anteriormente, a Teoria da Carteira proposta por Markowitz (1952), o CAPM desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), o APT de Ross (1976) e a Eficiência dos Mercados proposta por Fama (1970).

No âmbito da Teoria Financeira Tradicional, todos estes modelos pressupõem a racionalidade dos investidores. Antes de mais, deve entender-se que a racionalidade descrita pelas Finanças Tradicionais significa essencialmente que os agentes, ao receberem informação, processam-na correctamente de acordo com as suas crenças, conforme preconiza a Lei de Bayes, e que as escolhas dos agentes são razoáveis, sendo coerentes com a noção de Savage sobre a Utilidade Subjectiva Esperada.

A informação chega ao mercado de forma aleatória, os agentes processam-na de forma correcta e os preços dos activos reflectem o seu valor fundamental, sem desvios.

Em termos gerais, a Teoria Tradicional estabelece que os investidores tomam as suas decisões em função da média e desvio padrão das rendibilidades dos activos, o que pressupõe a homogeneidade de expectativas.

---

<sup>10</sup> Rendibilidade e risco são apresentados em termos financeiros como a média das rendibilidades de um título ao longo de um período de tempo e a variância das mesmas.

No entanto, ao longo dos anos, foram sendo desenvolvidos estudos no âmbito da tomada de decisões financeiras, tendo sido apresentadas diversas críticas aos pressupostos de eficiência dos mercados e à racionalidade dos investidores<sup>11</sup>.

Como foi já dito anteriormente, todas estas teorias apresentaram limitações, sendo que a principal se prende com o facto dos agentes presentes no mercado serem humanos e, tal como qualquer outro homem, o seu comportamento é influenciado pelas suas crenças e preconceitos, razão pela qual se afastam da racionalidade. Conforme refere Hirshleifer (2001, p. 46): “*Man is neither infinite in faculties, not in apprehension like a god. Nor is human fallibility shed at the doorstep of the stock Exchange*”. Tal significa que, na realidade, os investidores raramente apresentam expectativas racionais, dependendo a sua tomada de decisão dos seus objectivos de investimento, bem como de diversos factores não documentados pela Teoria Financeira Tradicional.

Neste sentido, as Finanças Comportamentais propõem uma abordagem alternativa aos mercados financeiros, surgindo como uma tentativa de resolução das dificuldades encontradas pelas teorias tradicionais em explicar certos fenómenos, baseando o seu estudo na psicologia. Compõem um campo de estudos desenvolvido e fomentado por autores como Kahneman e Tversky<sup>12</sup> (1974), tendo vindo a ganhar maior notoriedade e reconhecimento por parte de outros autores e investigadores, essencialmente a partir da década de 90.

De uma forma genérica, esta corrente de pensamento preconiza que certos fenómenos são melhor compreendidos se considerarmos que os agentes não são completamente racionais, ou que as suas crenças podem não ser actualizadas de forma perfeita. Verifica-se que o investidor não fundamenta as suas decisões apenas com base na média e desvio padrão, ou seja, na relação entre o risco e a rendibilidade dos activos.

Daqui advém um desvio face ao pressuposto da racionalidade, pois os comportamentos que têm podem divergir daquilo que seria expectável de acordo com a Teoria Tradicional, podendo influenciar o mercado financeiro em que intervêm.

A crítica das Finanças Comportamentais relativamente às Finanças Tradicionais assenta, assim, nos seguintes aspectos:

- Pressuposto da racionalidade dos investidores;

---

<sup>11</sup> A necessidade de novos estudos prende-se com o facto dos existentes até então não conseguirem explicar determinados fenómenos.

<sup>12</sup> Este autor recebeu o prémio Nobel da Economia em 2002.

-Decisões de investimento tomadas com base na relação rendibilidade/risco, sendo o único risco relevante o risco sistemático;

- Eficiência dos mercados.

O objectivo desta abordagem passa, então, por perceber de que forma a psicologia cognitiva e os desvios comportamentais influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores, admitindo que a informação imperfeita e a racionalidade limitada constituem uma visão mais realista dos mercados financeiros.

As Finanças Comportamentais podem, assim, ser entendidas como o estudo dos comportamentos dos investidores nas suas tomadas de decisões de investimento, bem como dos erros cognitivos a que os mesmos estão expostos. Esta corrente de pensamento tem baseado o seu estudo nos erros cognitivos que constituem desvios de julgamento face ao pressuposto da racionalidade e que se caracterizam por ilusões e erros de intuição que não são facilmente eliminados, podendo levar a erros sistemáticos no processo de decisão.

Kahneman e Tversky (1974) foram alguns dos autores a tentar refutar a teoria da utilidade esperada, apresentando a *prospect theory*, teoria que permite captar as atitudes dos indivíduos face ao risco perante ganhos e perdas, bem como a forma como equacionam um problema de decisão.

De seguida, serão apresentados os principais temas abordados no âmbito das Finanças Comportamentais, bem como os comportamentos preconizados pelos autores nesta área, no sentido de verificar se as decisões de investimento são tomadas não só tendo em conta a relação risco/rendibilidade, mas também se se baseiam noutro tipo de comportamentos e emoções.

## **4.1. Prospect Theory**

No estudo do comportamento dos preços dos activos, torna-se fundamental a suposição de que os investidores utilizam as suas crenças e preferências na avaliação do risco e, conseqüentemente, na tomada de decisões. Na grande maioria dos modelos financeiros considera-se, entre outros, o pressuposto da utilidade esperada, no qual se admite que os investidores tomam as decisões com base no valor que esperam obter de um investimento e na riqueza que esse lhe trará.



No entanto, nem sempre os investidores se comportam de forma tão racional, utilizando outros pressupostos nas suas análises. Surge assim a *Prospect Theory*, desenvolvido por Kahneman e Tversky (1979) como sendo a abordagem da Teoria Financeira Comportamental alternativa à Teoria da Utilidade.

De todas as teorias apresentadas, a *Prospect Theory* pode revelar-se promissora para aplicações financeiras, uma vez que se baseia em escolhas da vida real. Esta teoria descreve situações em que as probabilidades de ocorrência são conhecidas. Kahneman e Tversky (1986) argumentam que cada decisão deve ser avaliada de forma independente, o que contraria o disposto pela Teoria da Utilidade Esperada.

A teoria defendida por estes dois autores pretende compreender as atitudes tomadas pelos investidores, face a negócios arriscados.

O ponto essencial da *Prospect Theory* é a ideia de que as pessoas se preocupam com as mudanças financeiras e que são avessas a perdas acerca dessas alterações. Esta teoria é, segundo refere Barberis *et al.* (2001), um modelo descritivo da tomada de decisões sobre o risco, que foi originalmente desenvolvido para ajudar a explicar as diversas violações ao paradigma da utilidade esperada documentado durante anos. Kahneman e Tversky (1979) propõem a ponderação do valor dos ganhos e perdas não com as probabilidades em si, mas com uma transformação não linear dessas probabilidades. Esta teoria foi desenvolvida para situações simples com resultados e probabilidades certas, embora possa ser estendida a escolhas mais complexas.

A *Prospect Theory* defende que o processo de escolha pode ser dividido em duas fases: revisão, que consiste na análise das opções existentes, e avaliação, onde são avaliadas as opções antes analisadas, sendo escolhida a que maior valor apresenta. As preferências podem ser distintas, uma vez que o estudo e a avaliação irão depender do contexto em que cada situação se apresente. Consequentemente, os investidores irão analisar as oportunidades de investimento consoante o contexto em que estas são apresentadas, estando a sua decisão dependente das suas expectativas individuais.

A versão primária da *Prospect Theory* foi concebida para um investimento com um máximo de dois resultados diferentes de zero. Desta forma, os autores propõem as seguintes expressões:

$(x,p; y,q)$ , onde o resultado  $x$  tem probabilidade  $p$  e o resultado  $y$  tem a probabilidade  $q$ , considerando  $x < 0 < y$  ou  $y < 0 < x$ .

O valor para os investidores será então:  $P(p)V(x) + P(q)V(y)$ , sendo que  $P$  e  $V$  se comportam de acordo com a Figura 1.

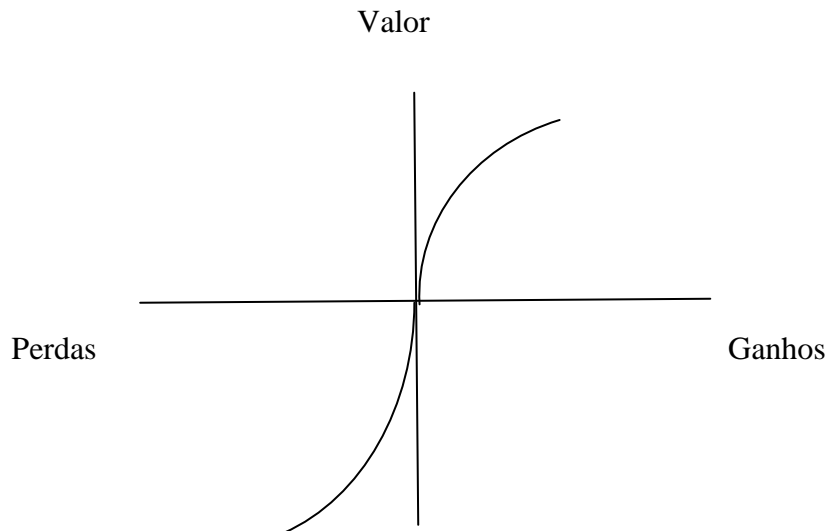


Figura 1. Valor função  $V$  e probabilidade de valor  $P$ .

Fonte: Kahneman e Tversky (1979).

Como se pode observar na figura 1, verificamos que a função utilidade  $V$  é côncava no domínio dos ganhos e convexa no domínio das perdas. Com isto, pode concluir-se que os agentes são avessos ao risco quanto a ganhos, mas procuram o risco quanto se trata de perdas. O facto de a função torcer na origem, indica uma maior sensibilidade a perdas do que a ganhos, o que é congruente com o comportamento de aversão a perdas (Odean, 1998). Assim, a convexidade nas perdas indicia que as pessoas são mais tomadoras do risco perante possíveis perdas, uma vez que são mais sensíveis a perdas do que ganhos. No que respeita a atitudes dos investidores face a anteriores experiências, Thaler e Johnson (1990) demonstraram que os resultados anteriores afectam os comportamentos subsequentes. Assim, após um ganho as pessoas aparentam ser mais tomadoras de risco do que habitualmente seriam. Evidenciaram também que após uma perda, as pessoas tornam-se mais relutantes em aceitar o risco nas suas apostas. Os autores interpretam este comportamento como a demonstração de que as perdas são mais dolorosas que o normal, quando seguidas de perdas anteriores.

Deste modo, na sequência de ganhos e perdas as pessoas demonstram menos aversão ao risco após ganhos anteriores e maior aversão ao risco depois de perdas anteriores.

Com esta formulação existem alguns aspectos a ter em consideração, como seja o facto de, como refere Odean (1998), a utilidade ser definida com base em ganhos e perdas, em vez de estar relacionada com a posição da riqueza final. Esta situação está de certo modo ligada à forma como são apresentados e discutidos os problemas na vida quotidiana. É também neste ponto que Kahneman e Tversky (1974) apresentam a sua contraposição à Teoria da Utilidade Esperada, provando de que forma os investidores se focam nas perdas ou ganhos.

De uma forma geral e em resumo, pode assumir-se que a *Prospect Theory* assenta nos seguintes pressupostos:

- Ganhos e perdas são avaliados atendendo a um ponto de referência;
- Os resultados potenciais são apresentados sob a forma de ganho ou perda face à referência;
- A forma como o problema é apresentado pode alterar o ponto de referência;
- A dor associada à perda é maior do que o prazer associado ao ganho.

Neste contexto, podem levantar-se várias questões, como por exemplo: As decisões dos investidores são afectadas pelas experiências passadas? De que forma ganhos e perdas passados podem afectar as decisões futuras? A forma como se apresentam os problemas influencia as tomadas de decisão?

Estas questões são o ponto de partida para o estudo da Teoria Financeira Comportamental, partindo do pressuposto que a complexidade dos problemas e a capacidade cognitiva dos investidores podem limitar a tomada de decisões de forma racional.

## **4.2. Aspectos psicológicos do investidor**

No seio da Teoria Financeira Comportamental, os agentes não são considerados como completamente racionais sendo admissível que se verifiquem desvios nos preços dos activos face ao seu valor fundamental. Por outro lado, as estratégias de arbitragem

apresentam limitações, pois nem sempre os agentes racionais conseguem anular os efeitos provocados pelos comportamentos irracionais dos restantes investidores.

Ao longo dos anos, vários foram os estudos realizados no sentido de perceber quais os comportamentos evidenciados pelos investidores e quais os preconceitos que surgem quando estes formam as suas crenças e preferências<sup>13</sup>. Neste sentido, os principais temas abordados no âmbito das Finanças Comportamentais são: heurística, dependência face a determinados padrões mentais e eficiência dos mercados.

A heurística está relacionada com os comportamentos dos investidores que se baseiam na sua própria experiência e forma de interpretação da realidade. Já o segundo tema, relaciona-se com o facto dos investidores dependerem de certos padrões mentais que os influenciam nas suas decisões, determinando deste modo o tipo de investimento e de tomada de risco. Em relação à eficiência dos mercados, as Finanças Comportamentais pretendem demonstrar de que forma os comportamentos dos investidores podem tornar os mercados ineficientes.

De seguida, abordamos os principais comportamentos documentados no âmbito daqueles temas no sentido de perceber como estes influenciam a tomada de decisões de investimento.

#### **4.2.1. Heurística**

A heurística pode ser considerada como o processo de auto aprendizagem dos investidores, no qual estes tentam, por si próprios, compreender certos fenómenos com base na experiência e informação de que dispõem. No entanto, como expectável, esta aprendizagem, por ser auto didacta, nem sempre oferece as interpretações mais correctas. Neste processo, os agentes tendem a formular regras de comportamento que traduzam os fenómenos observados e que os orientem na tomada de decisões.

Se as interpretações iniciais não forem as correctas, os indivíduos estarão frequentemente a cometer erros de variados tipos, pois a regra que estabeleceram não foi

---

<sup>13</sup> Estes comportamentos referem-se ao principal ponto de confronto das finanças comportamentais com as finanças tradicionais: para além do risco e da rentabilidade, existem outros factores que influenciam o processo de tomada de decisões de carácter financeiro.

formulada da melhor forma, apenas considerando em muitos casos a informação disponível.

A heurística apresenta vários tipos de forma e de comportamentos, como o optimismo e o excesso de confiança, entre outros, que serão descritos de seguida.

#### **4.2.1.1 Excesso de Confiança**

De acordo com DeBondt (1998), o excesso de confiança é um dos comportamentos dos investidores que os leva a cometer erros cognitivos.

O excesso de confiança é uma característica intrínseca do ser humano e talvez o seja de uma grande parte da população.

DeBondt acredita que os agentes são demasiado confiantes quanto às suas estimativas iniciais, prendendo-se a elas e não dando a devida atenção à informação apresentada no mercado. Com esta atitude, os investidores estabelecem intervalos de variação demasiado curtos para as rendibilidades, confiando no seu poder de antecipação, recusando admitir que apresentam uma desvantagem informacional. Ao chegar nova informação ao mercado, os investidores não ajustam suficientemente as suas expectativas iniciais, sendo frequentemente surpreendidos pelos resultados.

Nos vários estudos realizados neste domínio, nomeadamente de Alpert e Raiffa (1982) e Fischhoff, Slovic and Lichtenstein (1977)<sup>14</sup>, conclui-se que os investidores demonstram ter excesso de confiança nos seus julgamentos. Este comportamento fica claro em atitudes como a de considerarem determinados acontecimentos como certos, quando na realidade estes só ocorrem em 80% dos casos. Quando entendem acontecimentos como impossíveis, estes têm cerca de 20% de probabilidade de se verificarem. Adicionalmente, os estudos demonstram que a confiança que as pessoas atribuem às suas estimativas é demasiado restrita, apontando para um valor real de 60%, considerando intervalos de confiança de 98%.

No estudo realizado a 45 investidores no Fox Valley in Wisconsin, DeBondt (1998), após vinte semanas de análise, concluiu que os investidores eram excessivamente optimistas relativamente ao futuro desempenho das suas acções, revelavam excesso de

---

<sup>14</sup> Referências consultadas indirectamente em Barberis e Thaler (2002).

confiança em virtude da surpresa manifestada pelas variações de preços das acções detidas face às suas expectativas e verificou ainda que os investidores formam as suas expectativas com base no desempenho passado dos títulos.

A generalidade das pessoas sente que as suas crenças são as mais perfeitas e que as suas expectativas e capacidades são as melhores. Desta forma, verifica-se que associado ao comportamento de excesso de confiança se encontra o optimismo demonstrado pelos agentes. Em diversos estudos realizados, como sejam os de Weinstein (1980)<sup>15</sup> e Koss e Clarke (2001), ficou claro que mais de 90% das pessoas inquiridas revelaram pensar estar acima da média em certos domínios, como por exemplo o sentido de humor, ou a capacidade de condução.

As pessoas com esta atitude optimista tendem a subestimar a probabilidade de resultados negativos sobre os quais não detém qualquer tipo de controlo.

Um exemplo básico que relaciona os comportamentos de excesso de confiança e optimismo é o caso dos apostadores de um casino, que, quando a sorte está do seu lado, vão confiando nas suas apostas e crendo que estas são as melhores vão apostando sempre, sendo optimistas ao ponto de acreditar que vão sempre ganhar.

Ainda com base no estudo de Barber e Odean (2000)<sup>16</sup>, Barberis e Thaler (2002), referem que “people who are more overconfident will trade more, and because of transaction costs, earn lower returns” (p.1102). Isto significa que os agentes com excesso de confiança tendem a rever as suas carteiras com maior frequência, realizando negócios confiando nas suas estimativas, o que por vezes se torna custoso. O excesso de confiança pode assim levar os investidores a incorrer em perdas, uma vez que este comportamento os leva a não dar a devida importância às informações disponíveis no mercado.

#### **4.2.1.2. Representatividade**

Kahneman e Tversky (1974), DeBont e Thaler (1985, 1987, 1989) e Shefrin e Statman (1995) abordaram a questão da tomada de decisões com base na representatividade.

---

<sup>15</sup> Referência consultada indirectamente em Kos e Clarke (2001).

<sup>16</sup> Consultado indirectamente em Barberis e Thaler (2002).

A representatividade significa que os agentes tomam decisões tendo por base estereótipos previamente definidos. Os indivíduos concebem julgamentos sobre eventos com base numa situação semelhante previamente acontecida, considerando a sua probabilidade igual, independentemente da dimensão da amostra.

DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1989) descrevem a representatividade como um comportamento onde, com base na experiência, os investidores se tornam demasiado pessimistas em relação aos títulos que no passado se revelaram perdedores e onde o contrário também se verifica, isto é, os títulos que no passado obtiveram performances positivas fazem com que os investidores sejam demasiado otimistas em relação aos mesmos.

A representatividade apresenta-se sob duas formas: negligência e desprezo do tamanho da amostra. A negligência passa por tirar conclusões com base numa forma genérica negligenciando a informação real apresentada.

Para uma melhor compreensão, passamos a dar um exemplo: A pessoa X preocupa-se bastante com questões de discriminação e justiça social, tendo já participado em demonstrações anti-nucleares<sup>17</sup>.

Apresentadas duas possibilidades a diversas pessoas: A pessoa X é bancária ou a pessoa X é bancária e activa em movimentos feministas, a maioria das pessoas assumem que a resposta mais provável é a segunda, uma vez que processam a informação dada sobre a pessoa X e julgam que se identifica como uma feminista. Analisando a frase dada como exemplo, verificamos que em nenhuma altura se fala da profissão da pessoa X, nunca se referindo também que esta é feminista. Daqui se conclui, conforme foi descrito por Kahneman e Tversky (1974), que o facto de se referir que a pessoa X se preocupa com diversas de questões de justiça social, leva os indivíduos a interpretar que esta pessoa é, de forma genérica preocupada com todo o tipo de questões de discriminação, logo poderá defender também causas feministas. Isto está de acordo com o já referido acerca dos investidores tomarem decisões com base em julgamentos estereotipados. Não conhecendo a pessoa em questão, os indivíduos não hesitam em julgá-la com base no que é conhecido.

Fazendo a ponte do exemplo dado para a área financeira, isto significa que os investidores tomam as suas decisões com base naquilo que conhecem e nas suas experiências passadas, podendo negligenciar informação relevante, por considerarem um

---

<sup>17</sup> Exemplo adaptado de Kahneman e Tversky (1974).

acontecimento isolado como um todo. Uma carteira com boa performance no passado, será actualmente um bom investimento para os agentes que não considerem outros factores na sua avaliação, como por exemplo, a conjuntura económica no momento ou o desempenho de carteiras semelhantes. Kahneman e Tversky (1974) referem que os indivíduos tendem a ver padrões em sequências aleatórias. Perante uma carteira com bons desempenhos passados, os investidores processam essa informação como sendo um investimento vantajoso, esperando que a carteira continue a valorizar, mas ignoram o facto de que o crescimento dos preços pode apresentar uma pequena probabilidade de se repetir, tomando uma decisão que o poderá levar a ter prejuízo.

No que respeita ao desprezo do tamanho da amostra, os mesmos autores demonstraram que a maioria das pessoas falha nas suas expectativas por não terem em consideração que uma situação em concreto não é representativa de todas as situações idênticas. Isto significa que quando as pessoas conhecem inicialmente o processo de geração de dados, tendem a concluí-lo demasiado cedo com base em dois pequenos pontos de dados. Segundo Kahneman e Tversky (1974), os acontecimentos mais recentes e mais salientes têm maior peso, podendo implicar uma distorção nas estimativas dos investidores.

Todos estes tipos de comportamentos e crenças poderiam atenuar os vícios dos investidores. No entanto, há pouca evidência de que isso seja real, sendo que estes factores não conseguem eliminar por completo os vícios dos agentes.

O efeito de aprendizagem é muitas vezes silenciado pelos erros de aplicação, isto é, explicados os vícios, as pessoas entendem-nos, mas de imediato tendem a violá-los de novo, tentando demonstrar a sua veracidade e aplicabilidade.

#### **4.2.1.3 Aversão ao não familiar e receio do desconhecido**

Os investidores têm uma maior tendência para optar por investimentos que lhe são, de alguma forma, familiares, em detrimento daqueles que não conhecem totalmente, sendo este tipo de comportamento designado por aversão ao não familiar.

Este tipo de comportamento é observado, por exemplo, em estudos que documentam a preferência dos investidores por títulos nacionais, que se designa de *home bias*, como seja o caso do estudo de French e Poterba (1991), cuja evidência indica que os



investidores construía as suas carteiras maioritariamente com títulos de empresas do seu país, sendo mais optimistas em relação à evolução das acções de empresas nacionais. De acordo com os seus resultados, a maior parte do capital de cada mercado é detida por investidores domésticos. Assim, analisando o comportamento de investidores americanos, japoneses e do Reino Unido, verificaram que estes investiam, respectivamente, 93%, 98% e 82% em títulos de empresas situadas no seu país. Observaram ainda que no final dos anos 80, os investidores japoneses apenas investiam 1,9% do seu capital em mercados estrangeiros, enquanto no caso dos investidores americanos, essa percentagem era de 6.2%. No que respeita aos investidores do Reino Unido, a percentagem respectiva era substancialmente superior, 18%, o que não se torna surpreendente, uma vez que o mercado deste país tem uma dimensão menor que o dos Estados Unidos ou o Japão.

Diversos autores tentaram encontrar justificações para o fenómeno de *home bias*. Segundo Bekaert e Harvey (2000)<sup>18</sup>, os investidores preferem investir em títulos nacionais devido à presença de barreiras nas transacções. As dificuldades de obtenção de benefícios com a diversificação foi a justificação encontrada e defendida por Errunza, Hogan e Hung (1999)<sup>19</sup>, enquanto Ahearn, Grier e Warnock (2001) demonstraram que este comportamento dos agentes se devia a assimetrias de informação entre investidores domésticos e estrangeiros.

O patriotismo foi também uma das explicações dadas por Morse e Shive (2006) para explicar o comportamento de aversão ao não familiar.

Huberman (2001), outro dos autores que evidenciou o fenómeno *home bias*, afirma que os investidores teriam grandes benefícios ao optar pela diversificação internacional. No entanto, verifica-se que grande parte dos investimentos é efectuada no país de origem. Este autor documentou ainda que para além da preferência por títulos nacionais e da sua região, os investidores demonstram tendência para investir nas empresas onde trabalham, considerando que este investimento é mais seguro do que a diversificação internacional, ou ainda a aposta em títulos nacionais.

O mesmo autor refere que a familiaridade pode apresentar-se como informação disponível para o investidor, no entanto, esta informação não tem reflexos no mercado, o que provoca uma ilusão ao investidor, que o faz acreditar que tem informações superiores,

---

<sup>18</sup> Referência consultadas indirectamente em Ahearn, Grier e Warnock, 2001.

<sup>19</sup> Referência consultadas indirectamente em Ahearn, Grier e Warnock, 2001.

quando a familiaridade é apenas um factor psicológico que pode levar o investidor a cometer erros nas suas decisões financeiras. Através do estudo realizado à distribuição geográfica dos títulos de sete *Regional Bell Operating Companies* americanas, Huberman demonstra que o comportamento dos investidores é consistente com o fenómeno *home bias* e com a propensão dos trabalhadores investirem nas empresas onde trabalham. Segundo este autor, a familiaridade está associada ao sentimento de conforto com o conhecido e desconforto com o que é distante.

Shefrin (2000) estudou este comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido. Neste estudo, os inquiridos escolhiam entre ganhar \$1.000 ou entrar num jogo com probabilidade de ganhar \$0 ou \$2.000. O jogo consistia na retirada aleatória de uma ficha de um saco de poker com fichas pretas e vermelhas, sendo que se a ficha retirada fosse preta ganhavam \$2.000 e se fosse vermelha o ganho era \$0. Quando divulgada a proporção de fichas pretas e vermelhas, Shefrin verificou que 40 % dos inquiridos manifestou vontade de jogar. No entanto, quando as proporções não eram conhecidas, os mesmos inquiridos não se encontravam dispostos a jogar preferindo o ganho certo de \$1.000. Este estudo de Shefrin vai, então, de encontro ao já descrito sobre o comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido, uma vez que os indivíduos, mesmo estando em causa um ganho superior, não optam pela hipótese onde desconhecem as probabilidades preferindo ter um ganho inferior mas seguro. Este tipo de comportamento encontra-se igualmente relacionado com a aversão ao risco denunciada por alguns indivíduos. Como revelam medo de arriscar, ficam ainda mais reticentes quando não conhecem as probabilidades do jogo, optando por não arriscar, mesmo que o ganho envolvido seja superior ao obtido seguramente sem entrar no jogo.

Já em 1961, Ellsberg<sup>20</sup> tinha desenvolvido o conceito de aversão ao não familiar. Segundo o Paradoxo de Ellsberg, os investidores não apreciam situações nas quais desconhecem as probabilidades de distribuição de um negócio, pelo que se gera o desconforto que cria a aversão à ambiguidade. A demonstração que este autor faz sobre o efeito de aversão ao não familiar teve por base uma experiência que envolvia duas caixas. Uma das caixas continha 50 bolas vermelhas e 50 bolas verdes, enquanto a outra continha 100 bolas, sendo desconhecida a proporção de bolas verdes e vermelhas. O desafio seria retirar uma bola aleatoriamente de uma das caixas e tentar adivinhar a sua cor. Se o palpite

---

<sup>20</sup> Referência consultada indirectamente em Chip, Heath e Tversky, Amos, 1991.

fosse o correcto estava associado a um ganho de 20€<sup>21</sup>. A questão que se levantou foi em qual das caixas o investidor preferiu apostar. Ellsberg argumentou que a maioria das pessoas preferiu apostar na caixa que contém 50 bolas de cada cor do que na caixa com composição desconhecida. Desta forma, Ellsberg argumenta que as pessoas preferem apostar “em claro” do que em eventos vagos, para os quais desconhecem as probabilidades de ocorrência.

#### **4.2.2. A dependência face a determinados padrões mentais**

Cada ser humano apresenta diferentes formas de interpretar a realidade, tendo uma análise distinta consoante os seus próprios padrões mentais. Assim, a tomada de decisões e a forma de reacção dos investidores em relação a determinado evento, dependem do padrão mental utilizado por cada um deles na interpretação da mesma realidade.

Alguns dos padrões mentais referidos no âmbito das Finanças Comportamentais foram a aversão a perdas, a preferência por títulos que proporcionam dividendos e os sentimentos de arrependimento e remorso, que vamos abordar de seguida.

##### **4.2.2.1 Aversão a perdas**

Kahneman e Tversky (1979) foram alguns dos autores que abordaram o comportamento designado de “aversão a perdas”, através do estudo da reacção dos indivíduos numa situação de perda anunciada.

Através deste estudo, concluíram que, perante uma forte probabilidade de perda, os investidores decidem manter em carteira os respectivos títulos. Isto acontece pois os investidores assumem mais facilmente o risco, optando por manter os activos em caso de perdas, na expectativa de não perderem, do que em situações de potenciais ganhos. Kahneman e Tversky concluíram ainda que uma perda apresenta 2,5 vezes mais impacte psicológico do que um ganho da mesma magnitude.

Os mesmos autores consideram que a análise de determinado problema está dependente da forma como este se apresenta ao investidor. Isto é, a resolução de um

---

<sup>21</sup> Por simplificação, considerou-se a equivalência \$1 = €1.

problema será distinta consoante o investidor esteja perante um ganho ou uma perda. As pessoas tendem a ver o problema em partes separadas, avaliando as opções de resolução sem considerar o problema como um todo.

Adicionalmente, os resultados dos autores permitiram concluir que a atitude do investidor quando o problema se manifesta sob a forma de ganho, é optar pela opção que tem um ganho efectivo, pois sabe que vai ganhar o respectivo montante sem risco. Quando o investimento se apresenta em forma de possibilidade de perda, o investidor tende a optar pela solução que não apresenta a perda certa, preferindo ficar na expectativa de que, efectivamente, esta não se verifique.

Segundo Barberis *et al.* (2001), os investidores são mais sensíveis a reduções nos seus investimentos do que a aumentos. Segundo estes autores, o comportamento de aversão a perdas depende também dos investimentos anteriores. Após investimentos com ganhos, o investidor demonstra tendência para se tornar menos avesso ao risco, uma vez que estes ganhos podem “amortecer” potenciais perdas seguintes. Inversamente, perdas inicialmente incorridas, tornam os investidores menos toleráveis ao risco, ficando mais sensíveis a futuras descidas nos seus activos.

Odean (1998) realizou um estudo onde corroborou este comportamento de aversão a perdas, afirmando que os investidores tendem a realizar de imediato os seus ganhos (através da venda dos títulos), mas mantém as carteiras que se revelaram perdedoras, na esperança de uma reversão. Segundo este autor, os investidores tendem a acreditar, racional ou irracionalmente, que as suas perdas podem ser superadas por ganhos. Isto significa que ao venderem títulos realizam um ganho de determinado valor, mas ao manterem as carteiras com mau desempenho actual, mantêm a esperança de que o mercado inverta a sua tendência, apresentando no futuro estes títulos elevadas rendibilidades, podendo o produto da sua venda ser mais elevado que o dos títulos que inicialmente se revelaram ganhadores.

Conclui-se, assim, que os investidores estão mais propensos a vender acções com bom desempenho (verificam um ganho certo) mantendo em carteira acções com fraco desempenho (na expectativa de se verificar ainda uma reversão a esta perda potencial, podendo efectivar-se um ganho posterior).

Este comportamento de aversão a perdas está também relacionado com a aversão ao risco e com a *Prospect theory*, documentada por Khaneman e Tversky (1986).

#### **4.2.2.2 Tolerância ao Risco**

Thaler e Johnson (1990) argumentaram que os investidores não se comportam da mesma forma, tendo diferentes atitudes conforme tenham tido ganhos ou perdas no passado. Estes autores evidenciaram que após uma perda, os indivíduos tornam-se mais relutantes em aceitar o risco do que quando obtiveram um ganho.

Este comportamento de aversão ao risco está também relacionado com a aversão a perdas. O facto dos investidores, perante duas opções de investimento, optarem por aquela que apresenta um ganho certo, demonstra que são avessos ao risco. Muitas vezes, perante a oportunidade de investir numa carteira com probabilidade de ganho superior ao apresentado por uma outra carteira com um ganho certo, os agentes demonstram aversão ao risco ao optarem pela primeira opção. Ignoram o valor de ganho subjacente a cada carteira, preocupando-se com a probabilidade de ocorrência desse ganho.

Neste contexto é essencial associar o conceito de unidimensionalidade da tolerância ao risco.

Segundo Thaler e Johnson (1990), os investidores apresentam diferentes atitudes consoante a forma como o problema se apresente, não demonstrando uma atitude de unidimensionalidade na tolerância ao risco.

A unidimensionalidade na tolerância ao risco significa que os indivíduos toleram o risco da mesma forma perante ganhos e perdas, reinvestindo qualquer que seja o resultado obtido anteriormente. No entanto, na realidade, os investidores demonstram maior tendência para não arriscar quando obtêm uma perda, aceitando mais o risco na sequência de ganhos, não demonstrando, neste caso, uma atitude unidimensional face ao risco.

#### **4.2.2.3 Sentimento de Arrependimento e Remorso**

Relacionado com o comportamento de aversão à perda, encontra-se outra característica do investidor: o medo do arrependimento e remorso.

O medo do arrependimento presente no processo de tomada de decisões por parte do investidor relaciona-se com o facto de este poder incorrer em erros, os quais são de dolorosa aceitação.

Shefrin e Statman (1986) foram alguns dos autores a desenvolver o comportamento de arrependimento e remorso, analisando este tipo de comportamento após tomadas de decisão que se revelaram erradas.

Os autores defendem que os investidores procuram imputar a terceiros as culpas dos seus próprios erros, que os levou a incorrer numa perda. Por isso, muitos deles optam por ter um gestor, que é responsável pela gestão dos seus investimentos, tentando evitar ter de suportar totalmente este sentimento de arrependimento pelas decisões tomadas, podendo deste modo responsabilizar, em parte, outra pessoa pelos fracos resultados obtidos.

Assim, o medo do arrependimento faz com que os investidores prefiram correr o risco de não obter determinado lucro, apenas para evitar o constrangimento de uma perda.

O sentimento de remorso é sentido pelos indivíduos quando concluem que não tomaram a decisão correcta, constituindo uma dor associada a uma perda ou obtenção de um ganho menor que o esperado. O objectivo de minimização deste sentimento leva, por exemplo, a que os indivíduos prefiram financiar as suas despesas de consumo através dos dividendos, em detrimento da venda de títulos, para evitar a sensação de estar a diminuir o seu capital.

#### **4.2.2.4. Preferência por títulos que distribuem dividendos**

Shefrin e Statman (1984) evidenciaram a preferência dos investidores por títulos que distribuem dividendos, assumindo como regra que os investidores preferem financiar as suas despesas de consumo com base nos dividendos recebidos, não tendo assim necessidade de gastar o respectivo capital. Este comportamento relaciona-se com o facto de os indivíduos procurarem uma forma de controlar as suas emoções, nomeadamente os seus ímpetos despesistas. Esta regra constitui um exemplo de como os indivíduos procuram encontrar padrões de comportamento, em que o objectivo consiste em controlar as despesas de consumo corrente.

#### **4.2.2.5. Ancoragem**

Kahneman e Tversky (1974) argumentaram que os agentes intervenientes no mercado, ao formarem as suas estimativas, começam a fazê-lo com base num valor arbitrário, que tendem a ir ajustando ao longo do tempo. Contudo, muitas das vezes esse ajustamento é insuficiente, e os investidores acabam por se ancorar nas suas estimativas iniciais, fixando-se a elas de tal forma, que não são capazes de ver para além do que acreditam, o que os leva, não raras vezes, a cometer erros no processo de decisão.

Isto acontece porque as pessoas, em geral, tendem em ser relutantes na procura de provas que contradigam as suas crenças. No entanto, mesmo que encontrem provas que as levem a pôr em causa os seus pensamentos, encaram-nas com bastante cepticismo, podendo até interpretar de forma incorrecta as evidências contrárias, fazendo com que se prendam ainda mais às suas crenças.

Esta situação pode revelar-se bastante penosa para os investidores, uma vez que as suas crenças ao não serem actualizadas consoante as informação reveladas no mercado, podem levá-los a cometer erros sistemáticos, podendo incorrer em perdas avultadas.

#### **4.2.3 Eficiência dos Mercados**

O conceito de Eficiência de Mercado, introduzido por Fama (1970), considera que um mercado é eficiente se os preços dos títulos reflectirem rápida e imediatamente toda a informação que é revelada ao mercado. Este conceito pressupõe também que os participantes no mercado agem de forma racional. Conjugando estes dois pressupostos, o mercado financeiro torna-se eficiente pois, segundo Fama, as oportunidades de obter rendibilidades superiores à média poderão ocorrer apenas durante um curto período de tempo, sendo rapidamente eliminadas através das operações de arbitragem.

Como já vimos, este é um dos principais pontos de debate entre as Finanças Tradicionais e as Finanças Comportamentais, existindo vários autores que consideram que certos comportamentos dos investidores podem conduzir a determinadas ineficiências nos mercados.

No ponto anterior foram apresentados vários tipos de comportamento que, segundo os autores da Teoria Financeira Comportamental, podem colocar em causa a hipótese de eficiência dos mercados descrita pelas Finanças Tradicionais.

Um dos comportamentos que contraria a ideia da eficiência é o comportamento de representatividade descrito por DeBondt e Thaler (1985, 1987, 1989), no qual os investidores tendem a tomar decisões com base em estereótipos e em experiências passadas. Este comportamento provoca um pessimismo nos agentes no que respeita aos títulos que registaram perdas no passado e um optimismo referente aos títulos que no passado obtiveram bons desempenhos, podendo levar a alterações nos preços, desviando-os dos valores fundamentais. Tal acontece, uma vez que os títulos que se assumem como perdedores no passado, ficam subavaliados, e os títulos que se apresentaram no passado como vencedores, tornam-se sobreavaliados.

Neste caso, os investidores na tomada de decisões tendem a olhar para o passado dos títulos e para a forma como os mesmos se comportaram ao longo do tempo, não tendo por base a informação que surge entretanto no mercado. Segundo os defensores da Teoria Financeira Tradicional, este facto representa uma mera compensação pelo risco. Os títulos que no passado se revelaram como perdedores apresentam maior risco, facto pelo qual se associam elevadas rendibilidades aos mesmos, pelo que não é posta em causa a eficiência do mercado.

Outro comportamento já abordado no ponto anterior e que pode contrariar o conceito de eficiência do mercado é a Ancoragem. Kahneman e Tversky (1974) argumentaram que na formação das suas estimativas, os agentes tendem a não as ajustar devidamente, ficando presos à sua estimativa inicial. Este comportamento está também associado ao excesso de confiança retratado por DeBondt (1998), o qual argumenta que os agentes dão pouca importância às informações que vão surgindo no mercado, prendendo-se com demasiado afincamento às suas estimativas.

Como se percebe facilmente, este tipo de comportamentos contraria o que é defendido pela hipótese da eficiência dos mercados. Agentes que demonstrem comportamentos de ancoragem e excesso de confiança, tomam as suas decisões de carácter financeiro mais com base nas suas estimativas e crenças, do que relevando a informação fundamental que é lançada no mercado, o que leva a que os títulos não sejam correctamente avaliados.



Através destes comportamentos documentados pelas Finanças Comportamentais, a hipótese de eficiência dos mercados pode ser criticada em dois dos seus pontos essenciais: a informação revelada ao mercado não é interpretada e por todos da mesma forma, e os agentes racionais nem sempre conseguem anular a atitude dos investidores que se afastam da racionalidade.

DeBondt e Thaler (1990) argumentaram que os investidores tendem, de forma sistemática, a reagir de forma exagerada à comunicação da informação. Esta evidência vai de encontro ao estudo de Easterwood e Nutt (1999), onde foram também documentados comportamentos designados de *underreaction* e *overreaction*<sup>22</sup>. Estes autores concluíram que os investidores demonstravam comportamentos de *underreaction* perante baixas performances dos títulos, e de *overreaction* perante altos níveis de performance dos títulos. Adicionalmente, os autores concluíram que os agentes sub reagem perante erros de previsão anteriores, e sobre reagem perante informação positiva, exagerando nas estimativas sobre os ganhos actuais.

O conceito de *underreaction* é consistente com o comportamento de conservadorismo, uma vez que ambos sugerem a lenta actualização do modelo face às novas informações que surgem no mercado. Segundo Barberis *et al.* (1998), por *underreaction* entende-se o fenómeno no qual as cotações dos títulos descem menos do que seria expectável perante o anúncio de notícias menos positivas no mercado, em resultado da reacção comedida que os investidores manifestam.

Para além deste comportamento de sub avaliação dos títulos no mercado, estes autores defendem que os investidores tendem a reagir de forma excessiva perante o anúncio de retornos superiores ao esperado. Assim, *overreaction* caracteriza-se pelo facto dos agentes reagirem de forma exagerada perante a revelação no mercado de notícias positivas, o que faz com que as cotações dos títulos subam mais do que seria expectável. Isto acontece uma vez que os anúncios de retornos superiores ao esperado tornam os investidores demasiado optimistas quanto a futuros anúncios, fazendo com que eles sobre reajam, situação que faz com que os preços dos activos atinjam valores demasiados elevados. Se os anúncios subsequentes contradisserem o optimismo inicial dos

---

<sup>22</sup> O termo *underreaction* representa o facto dos investidores subestimarem o impacto das novas informações reveladas no mercado, enquanto o termo *overreaction* representa o facto dos investidores exagerarem na interpretação da nova informação.

investidores, os retornos serão inferiores. Este fenómeno encontra-se, assim, associado ao comportamento de optimismo e de excesso de confiança dos investidores.

Todos estes comportamentos representam a propensão que os investidores demonstram para cometer erros cognitivos na tomada das suas decisões de carácter financeiro, o que leva a que os mercados não sejam eficientes. Contrariamente ao descrito pela Teoria Financeira Tradicional, existem no mercado agentes que não se comportam de forma racional, tendo atitudes que levam à alteração dos preços dos activos, mencionando a Teoria Financeira Comportamental, que poderão não existir no mercado agentes capazes de ultrapassar os erros cometidos pelos outros agentes.

Os comportamentos evidenciados com recurso à psicologia cognitiva, tornam difícil a eficiência dos mercados e a homogeneidade de expectativas.

De seguida, apresentamos o estudo empírico levado a cabo, com o intuito de analisar até que ponto se encontra evidência para alguns dos comportamentos documentados pelas Finanças Comportamentais.

## 5. Estudo empírico

Ao longo dos capítulos anteriores, foram apresentados os principais pressupostos e estudos no âmbito das Finanças Comportamentais. Como referido, tais ideais surgem, de certa forma, como uma alternativa à abordagem feita pela Teoria Financeira Tradicional, estando as principais críticas centradas na racionalidade dos investidores e na homogeneidade de expectativas. Segundo os autores e investigadores no domínio das Finanças Comportamentais, os indivíduos são influenciados pelas suas crenças e pelas suas preferências, pelo que nem sempre conseguem agir de acordo com a racionalidade preconizada pela Teoria Financeira Tradicional.

No âmbito da Teoria Financeira Tradicional, os investidores são capazes de processar de forma correcta a informação disponível no mercado, sendo a relação entre risco e rendibilidade o único factor que influencia a sua tomada de decisão. No entanto, a Teoria Financeira Comportamental pretende evidenciar que existem investidores que nem sempre conseguem actualizar as informações de forma perfeita, acabando por cometer erros cognitivos e afastando-se da racionalidade descrita pela Teoria Financeira Tradicional. Os comportamentos preconizados pela Teoria Financeira Comportamental assentam no facto dos indivíduos basearem as suas decisões nas suas experiências, bem como nos padrões mentais que utilizam para interpretar a realidade. Estes comportamentos têm influência não só na tomada de decisões de investimento, mas também nos preços dos activos, sendo que a sua rendibilidade acaba por ser também influenciada por factores psicológicos.

Neste capítulo da dissertação, será levada a cabo uma análise a partir de inquéritos realizados a uma amostra de 300 indivíduos, no sentido de verificar se alguns dos comportamentos que se afastam da racionalidade, e já descritos anteriormente, se verificam nos agentes inquiridos.

## 5.1. Objectivos

O presente estudo pretende efectuar uma análise de alguns dos comportamentos dos investidores documentados pela Teoria Financeira Comportamental, bem como comparar os resultados obtidos com estudos entretanto levados a cabo por outros autores, como por exemplo, o estudo da CMVM (2005) sobre o perfil do investidor português on-line e Fernandes (2001), entre outros.

Assim, procurámos analisar comportamentos de tomada de decisões de investimento no mercado de capitais, através de inquéritos dirigidos a 300 indivíduos, maiores de idade e residentes no território nacional.

Para uma análise mais exaustiva das respostas obtidas e no sentido da obtenção de comparações de diferentes comportamentos, a amostra será estratificada por grupos.

Neste contexto, pretende-se testar até que ponto os agentes se comportam de acordo com o descrito pela teoria Comportamental, ou, pelo contrário, agem de forma racional, conforme o descrito pela Teoria Financeira Tradicional.

Os comportamentos a analisar são os seguintes:

- Aversão ao não familiar e receio do desconhecido;
- Aversão a perdas;
- Unidimensionalidade da tolerância ao risco;
- Excesso de confiança;
- *Home bias*.

## 5.2. Metodologia

Neste ponto, será definida a metodologia a utilizar para a análise dos erros cognitivos evidenciados pelos investidores na tomada de decisões de investimento.

Na preparação do presente trabalho, foram analisados diversos estudos já realizados, bem como ponderadas as formas de apresentação de resultados mais viáveis para o objecto de estudo em questão. Assim, a metodologia adoptada foi a utilização de um inquérito composto por questões de carácter aberto, semi-aberto e fechado.

O inquérito usado pode ser consultado no Anexo I. A primeira parte do inquérito é constituída por 12 questões (abertas, semi-abertas e fechadas) de carácter pessoal, elaboradas no sentido de conhecer as principais características dos indivíduos que compõem a amostra. Esta componente do inquérito permitirá estabelecer uma relação entre o tipo de resposta e as características pessoais dos indivíduos. O tipo de resposta obtido pode relacionar-se, por exemplo, com a idade, o sexo, ou o nível de ensino do inquirido. As questões 1.6 a 1.12 foram formuladas com o objectivo de perceber qual o tipo de participação do inquirido no mercado, bem como algumas das suas preferências de investimento.

A segunda parte do inquérito é composta por 9 questões semi-abertas e fechadas. Estas questões têm como objectivo testar alguns dos comportamentos dos indivíduos na tomada de decisões de investimento. Os comportamentos a analisar são, como foi já referido, a aversão ao não familiar, aversão a perdas, unidimensionalidade da tolerância ao risco, excesso de confiança e *home bias*.

As questões elaboradas nesta fase do estudo foram baseadas nos comportamentos a estudar, bem como em estudos anteriormente levados a cabo. A necessidade de basear o presente estudo em trabalhos anteriormente realizados, prende-se com o facto de permitir a comparabilidade de resultados. Neste sentido, algumas questões foram reformuladas e adaptadas à realidade portuguesa.

De seguida, será apresentada a tipologia das questões que constituem a segunda parte do inquérito em questão, assim como os comportamentos que pretendem analisar. Será ainda feita referência aos estudos que estiveram na base da formulação de cada questão.

## **Questões 1 e 2**

### *Comportamento: Aversão ao não familiar e receio do desconhecido*

As duas primeiras questões do inquérito têm como objectivo analisar o comportamento de aversão ao não familiar e se o mesmo se verifica conforme o descrito pela Teoria Financeira Comportamental. Através destas questões é igualmente possível obter uma análise dos comportamentos de tomada de risco. A formulação destas questões

foi baseada no estudo de Shefrin (2000), tendo sido efectuada uma adaptação ao nível dos valores, uma vez que no estudo original a moeda é distinta<sup>23</sup>.

Na elaboração destas duas questões, não foi referido o montante do investimento, nem o horizonte temporal, no sentido de impedir que os inquiridos efectuassem cálculos de taxas de rendibilidade, bem como comparações com outros investimentos. Na questão 2 não foram referidas percentagens de probabilidade de obtenção de ganhos ou perdas propositadamente, dado que os resultados das respostas a esta questão, comparativamente com os da questão anterior, irão permitir analisar comportamentos de aversão ao não familiar.

Indivíduos que optem pela hipótese a) em ambas as questões evidenciam comportamentos de aversão ao risco, uma vez que apenas escolhem as opções que não envolvem risco. Já no caso de a opção ser a b) na questão 1 e a) na questão 2, indica que o investidor tem um comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido, pois na segunda questão prefere optar pelo ganho certo, uma vez que desconhece as probabilidades de cada um dos resultados propostos. A escolha pela opção b) em ambas as questões, significa que o indivíduo não apresenta aversão ao não familiar e receio do desconhecido, uma vez que prefere arriscar, ao invés de jogar pelo seguro e optar por ganhos garantidos.

#### *Estudos de base*

A formulação das questões teve como base o estudo de Shefrin (2000), no qual colocou a seguinte questão aos seus alunos:

“Imagine que lhe é oferecida a escolha entre aceitar seguramente \$1.000, ou entrar num jogo onde pode ganhar \$0 ou \$2.000. O jogo consistia na retirada aleatória de uma ficha de um saco que continha 100 fichas de poker, 50 pretas e 50 vermelhas. Se a ficha retirada fosse preta daria direito a um bilhete de lotaria premiado em \$2.000, mas o resultado seria nulo (\$0) se a ficha retirada fosse vermelha. Perante esta escolha 40% dos estudantes manifestou vontade de jogar. Posteriormente, a questão foi novamente colocada, mas considerando que a proporção de fichas pretas e vermelhas era

---

<sup>23</sup> Por simplificação, considerou-se, de um modo geral, a equivalência \$1 = €1, tendo sido aplicado o mesmo procedimento em todas as questões, com excepção das questões 1 e 6.

desconhecida. Perante esta alteração de regras muitos dos que antes entravam no jogo preferiam aceitar seguramente \$1.000.

### **Questões 3 e 4**

#### *Comportamento: Aversão a Perdas*

As questões 3 e 4 pretendem analisar a forma como os indivíduos equacionam os problemas e o modo como respondem aos mesmos consoante a realidade lhes é apresentada. Isto demonstra um comportamento de dependência de padrões mentais, pelo que as opções tomadas podem evidenciar comportamentos de aversão a perdas.

Estas questões têm como base um estudo realizado por Kahneman e Tversky (1979). Foram feitas as devidas conversões de valores para euros e omitidos os horizontes temporais, bem como os montantes investidos, para evitar que os inquiridos efectuassem o cálculo de taxas de rendibilidades, podendo distorcer as conclusões.

Em relação às possíveis respostas, a opção pela alínea a) na questão 3, indica claramente que o investidor evidencia um comportamento de aversão ao risco. Apesar do provável ganho da opção b) ser superior ao da opção a), os indivíduos tendem a optar pelo ganho certo, uma vez que não incorrem em nenhum risco com esta hipótese. Já na questão número 4, coloca-se uma situação inversa. Aqui o problema é apresentado em forma de perda. Assim, a opção pela alínea b) representa o comportamento de aversão a perdas, conforme documentado pela Teoria Financeira Comportamental. Perante a hipótese de poder não incorrer numa perda, o investidor, ao contrário do que se passou na questão anterior, mostra preferência pela opção b). Esta escolha, embora inclua uma perda esperada superior, apresenta ao investidor a hipótese de não perder.

A conjugação da opção a) na questão 3 e b) na questão 4 representa, então, o comportamento de aversão a perdas. A escolha por outras opções nas questões 3 e 4 significa que o investidor não evidencia aquele tipo de comportamento.

As respostas a estas duas questões demonstram que são formados padrões mentais, e que a realidade pode ser interpretada de forma diferente por cada indivíduo. A tomada de decisões depende, então, da forma como o problema se apresenta, bem como a forma como o mesmo é interpretado.

### *Estudos de base*

As questões formuladas para testar o comportamento de aversão a perdas tiveram como base o estudo de Kahneman e Tversky (1979), que referia as seguintes hipóteses:

#### - Hipótese 1:

No mercado encontra-se um activo com um ganho certo de €3000 e outro com uma probabilidade de 80% de ganho de €4000.

Perante esta situação, a maioria dos inquiridos, de acordo com este estudo, optou pelo ganho certo de €3000, embora o ganho provável do outro activo seja superior (€3200). Neste caso, quando o problema envolve ganhos, os inquiridos que optam pela escolha que envolve um resultado garantido, evidenciam aversão ao risco.

#### - Hipótese 2:

Um activo tem uma perda certa de €3000, e outro apresenta uma probabilidade de 80% de perda de €4000.

Perante esta situação, no estudo de Kahneman e Tversky (1979) a maioria dos inquiridos escolheu a opção que envolve risco, cujo resultado esperado corresponde a uma perda de €3200 ( $80\% \times 4000$ ). Apesar de a perda ser maior, os investidores ficam na expectativa da possibilidade de este activo vir a não efectivar a perda, pois se optassem pelo primeiro a perda era já certa, e neste caso a perda é apenas potencial.

Pode dizer-se também que os investidores estão mais propensos a vender acções com bom desempenho (realizando um ganho) e a manter em carteira acções com fraco desempenho (uma vez que têm a esperança de se verificar uma reversão a esta perda potencial e até efectivar-se um ganho).

### **Questões 5 e 6**

#### *Comportamento: Tolerância ao risco*

As questões 5 e 6 foram elaboradas no sentido de analisar se a tolerância ao risco depende das experiências passadas e se é ou não unidimensional.



A formulação das questões e respectivas hipóteses de resposta apresentadas tiveram como base os estudos efectuados por Thaler e Johnson (1991) e pela correctora americana UBS AG<sup>24</sup>.

No que respeita à questão 5, a escolha da opção a) constitui uma atitude de aversão ao risco, enquanto que a opção b) representa uma posição de tomada de risco. O investidor ao obter um ganho, e na incerteza de poder ganhar novamente, opta por não reinvestir ao escolher a), o que significa que não tem vontade de arriscar. Inversamente, o investidor que opte pela hipótese b) na questão 5, estando ciente da possibilidade de perda e de ganho, tolera o risco de ambas as hipóteses, pelo que se considera que é um tomador de risco. Ou seja, perante a experiência de obtenção de um ganho, o investidor possivelmente sente mais confiança em arriscar.

No que diz respeito à questão 6, a opção pela hipótese b), indica que o indivíduo apresenta aversão ao risco, enquanto se verifica o inverso na opção pela hipótese a). Analisando as respostas a esta questão pode verificar-se qual o comportamento dos investidores perante uma anterior experiência de perda, ou seja, se reinvestem ou não.

A conjugação das respostas às questões 5 e 6 permite chegar a algumas conclusões quanto à unidimensionalidade da tolerância ao risco.

A escolha da opção a) em 5 e b) em 6, representa um comportamento de aversão ao risco, pois após experiências de ganhos ou de perdas o indivíduo decide não reinvestir. Se o investidor optar por b) na questão 5 e a) em 6, então decide reinvestir quer tenha ganho quer tenha perdido em investimentos anteriores. Nestes casos, a atitude do investidor face ao risco é unidimensional.

No entanto, um investidor que opte por a) nas questões 5 e 6, terá diferentes atitudes consoante se trate de uma perda ou de um ganho. Neste caso, quando obtém um ganho, o investidor decide não reinvestir (questão 5), enquanto que após uma perda, decide tomar a posição mais arriscada (questão 6). Este conjunto de escolhas, demonstra que os investidores apresentam uma atitude face ao risco que não é unidimensional, pois aceitam o risco após uma experiência de perda, mas não depois de uma experiência de ganho. Este facto pode igualmente representar a evidência de comportamentos de aversão a perdas, uma vez que a opção a) em 6 apresenta a probabilidade de vir a limitar a perda incorrida.

---

<sup>24</sup> Consultado indirectamente em Souza, C. (2005).

Do mesmo modo, ao escolher a opção b) em ambas as questões, a atitude do investidor face ao risco também não é unidimensional.

### *Estudos de base*

As questões que pretendem analisar a tolerância ao risco dos investidores inquiridos, foram baseadas no estudo de Thaler e Johnson (1991), nomeadamente nas seguintes questões:

“Imagine que acaba de ganhar \$1.500 numa lotaria e tem a oportunidade de participar numa segunda lotaria. O resultado da segunda lotaria é determinado pelo lançamento de uma moeda. Se sair cara, ganha \$450 nesta segunda lotaria. Se sair coroa perde \$450. Escolhe participar na lotaria, após ganhar a primeira? Sim ou não?”

“Imagine que acaba de perder \$750 numa lotaria, mas tem a oportunidade de participar numa segunda lotaria. O resultado da segunda lotaria é determinado pelo lançamento de uma moeda. Se sair cara ganha \$225 nesta segunda lotaria. Se sair coroa perde \$225. Escolhe participar na lotaria, após ter perdido na primeira? Sim ou Não?”

A questão 6 foi também baseada no questionário de risco da UBS AG:

“Vamos supor que você tem que decidir entre um investimento com um retorno garantido de 3% ao ano e um investimento com algum risco, mas com potencial de maior retorno. O que vai decidir, em cada uma das seguintes situações?”

a) O rendimento anual para investimentos arriscados varia entre uma perda de 1% e um lucro de 13% com rendimentos não garantidos médios de 6% ao ano:

- Prefiro o retorno garantido de 3%;
- Prefiro o investimento arriscado.

b) O rendimento anual para investimentos arriscados varia entre uma perda de 7% e um lucro de 18% com rendimento não garantidos médios de 6% ao ano:

- Prefiro o retorno garantido de 3%;
- Prefiro o investimento arriscado.

c) O rendimento anual para investimentos arriscados varia entre uma perda de 7% e um lucro de 18% com rendimentos não garantidos médios de 10% ao ano:

- Prefiro o retorno garantido de 3%;

- Prefiro o investimento arriscado.”

## **Questões 7 e 8**

### *Comportamento: Excesso de confiança*

As questões 7 e 8 do presente inquérito pretendem analisar o comportamento de excesso de confiança, também documentado por DeBondt (1998), relacionando-se com a forma como os indivíduos vêm a sua actuação no mercado.

Estas questões, bem como as respectivas hipóteses de resposta, foram formuladas com base num estudo realizado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2005), acerca do perfil do investidor português, bem como no estudo de Souza (2005) acerca do comportamento do profissional de odontologia.

Em relação à questão 7, indivíduos que optem pela resposta d), demonstram uma atitude de excesso de confiança, uma vez que confiam mais nas suas capacidades e intuição do que nas pessoas às quais recorrem para aconselhamento. Já a opção pela resposta a), leva a concluir que o investidor não segue a sua ideia, confiando as suas decisões de investimento a terceiros, demonstrando assim que este não tem comportamentos de excesso de confiança.

Através das respostas à questão número 8 do inquérito, pode-se também analisar o nível de confiança dos indivíduos. Pode deduzir-se que os investidores com maior excesso de confiança tendem a rever as suas carteiras com menor frequência do que os investidores que não evidenciam este tipo de comportamento.

### *Estudos de base*

A formulação da questão 7 do presente inquérito teve como base o estudo de Souza (2005), nomeadamente a seguinte questão:

“Acha necessário ter um aconselhamento financeiro profissional no momento de decidir sobre um investimento?”

Já a questão 8, teve como base a seguinte questão do estudo realizado pela CMVM (2005) sobre o perfil do investidor português on-line:

“Com que frequência costuma intervir no mercado?”

- Diariamente;
- Semanalmente;
- Mensalmente;
- Anualmente.”

## **Questão 9**

*Comportamento: “home bias”*

A última questão deste estudo, tem como objectivo a análise de comportamentos designados por *home bias*, isto é, a preferência por investimentos em títulos nacionais.

A elaboração da questão teve por base estudos desenvolvidos por French e Poterba (1991), bem como por Huberman (2001) relativamente ao tipo de aplicações realizadas por investidores de vários países, no que respeita às opções de investimentos transfronteiriços.

Estes autores demonstraram que os investidores tendem a optar por constituir carteiras com títulos nacionais, e, mais precisamente, com títulos de empresas que lhes são familiares, uma vez que julgam ter um conhecimento mais alargado sobre o desempenho dos mesmos.

Assim, a questão 9 foi elaborada no sentido de compreender se os investidores portugueses demonstram preferência por títulos nacionais ou se este aspecto é pouco relevante na sua escolha de investimento. A escolha pela opção a), demonstra que o investidor prefere títulos do mercado nacional, ou seja, prefere o investimento que lhe é mais próximo. A opção pela alínea c), indica que os investidores não evidenciam comportamentos de *home bias*, manifestando indiferença quanto ao facto das acções serem nacionais ou estrangeiras.

### *Estudos de base*

Esta questão foi baseada no estudo de French e Poterba (1991), onde os autores procuraram analisar as percentagens de acções nacionais nas carteiras dos investidores dos seguintes mercados: Estados Unidos da América (EUA), Japão, Reino Unido, França, Alemanha e Canadá. Neste estudo, os autores apresentam a repartição do investimento entre acções nacionais e internacionais.

Foi também usado como base o estudo de Huberman (2001), onde foi examinada a distribuição geográfica dos accionistas das *Regional Bell Operating Companies* (ROC's) nos EUA.

### **5.3 Caracterização da amostra**

Neste ponto do trabalho, pretende-se descrever a nossa amostra, bem como as características mais relevantes dos inquiridos, através da análise das respostas à primeira parte do inquérito.

A amostra inquirida através de um questionário é constituída por um total de 300 indivíduos, maiores de idade. Conforme referido anteriormente, o inquérito comporta um grupo de questões de carácter pessoal e biográfico<sup>25</sup>, o que permitirá subdividir a amostra em grupos distintos, no sentido de ser possível efectuar uma comparabilidade de respostas entre as categorias de grupos.

Antes de mais, torna-se importante fazer uma breve análise aos dados obtidos em algumas das questões da primeira parte do inquérito, no sentido de perceber as características principais dos inquiridos.

Dos 300 inquiridos, apenas 28,3% (conforme quadro 1.6A do anexo II) admite ter ou já ter tido investimentos cotados em bolsa, pelo que toda a análise efectuada no ponto 5.4 se irá basear, maioritariamente, em indivíduos sem experiência financeira no mercado bolsista. No entanto, o quadro 1.7 permite-nos aferir que, dos indivíduos que investem em bolsa, a maioria (cerca de 84,5%) já realiza investimentos há dois ou mais anos, o que se considera como sendo médio e longo prazo, podendo considerar-se que já possuem uma experiência considerável sobre o funcionamento dos mercados financeiros.

Pela observação do quadro 1.9.A, verificamos que, relativamente aos investimentos para os quais os inquiridos canalizam as suas poupanças, os depósitos a prazo são a opção mais indicada (161 indivíduos), seguida pelos fundos de poupança, indicado 79 vezes. Apesar do investimento em acções ser a terceira opção mais indicada, com 68 indivíduos a canalizarem as suas poupanças para este tipo de investimento, este é o que maior representatividade apresenta nas poupanças, com 30,9% de primeira opção.

---

<sup>25</sup> No anexo II são apresentados os quadros de frequências referentes a todas as variáveis analisadas na parte I do inquérito.

Podemos ainda aferir que as preferências indicadas não sofreram grandes alterações em relação às opções tomadas no passado<sup>26</sup>, verificando-se no quadro 1.11, uma troca de posições entre as acções e os depósitos a prazo e os bilhetes de tesouro e as obrigações. Enquanto actualmente a maior fatia das poupanças é canalizada para os depósitos a prazo, no passado o investimento incidia essencialmente em acções, o que poderá ser reflexo das crises financeiras e económicas vividas no passado mais recente. Contudo, tanto no passado como no presente, as acções representam a percentagem mais elevada de primeira opção de investimento, sendo de 36,8% e 30,9%, respectivamente no passado e no presente.

As obrigações que actualmente apresentam o menor número de opção como investimento (apenas 11 inquiridos), nem sempre se encontraram nessa posição. No passado, os bilhetes do tesouro eram o tipo de investimento menos mencionado para a canalização de poupanças. Contudo, as obrigações não apresentavam valores materialmente diferentes.

No que respeita à última questão da primeira parte do inquérito, é também importante e interessante efectuar uma breve análise, uma vez que a fonte de informação à qual os investidores recorrerem, será útil para a análise de alguns comportamentos a abordar no ponto seguinte. Assim sendo, pela análise do quadro 1.12, facilmente se percebe que quando os investidores procuram uma opinião de terceiros para a realização de um novo investimento, os inquiridos obtêm, preferencialmente, a opinião do gestor de conta bancário, indicado por 130 indivíduos (cerca de 43% da amostra), sendo que cerca de 13% consideram-no como primeira e segunda opções. É curioso verificar que a fonte de informação menos indicada é o gestor de títulos profissional, apenas indicado por 16 inquiridos (cerca de 5%).

Relativamente à análise das questões pertencentes à segunda parte do inquérito, uma das características escolhida para a divisão dos inquiridos foi a área de formação académica, sendo, então, a amostra subdividida da seguinte forma:

- 107 indivíduos com formação na área financeira e afins<sup>27</sup>;

---

<sup>26</sup> Conforme o quadro 1.10 apenas 13,3% dos inquiridos mencionam ter alterado as suas preferências em relação ao passado.

<sup>27</sup> Foram considerados como tendo formação na área financeira e afins, os indivíduos com habilitações literárias ao nível de bacharelato, licenciatura, pós-graduação, mestrado e doutoramento em Contabilidade, Contabilidade e Auditoria, Contabilidade e Administração, Economia, Gestão de Empresas e Gestão e Administração Pública.

- 193 indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior.

A escolha desta variável para a definição destas sub-amostras, relaciona-se com o facto de através desta divisão ser possível estratificar os inquiridos e verificar se as pessoas formadas na área financeira e afins apresentam o mesmo tipo de comportamentos que as pessoas com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior. Esta divisão da amostra, permitirá também verificar se é possível criar um padrão quanto aos comportamentos dos indivíduos perante o seu nível de escolaridade, ou se a forma de identificação de problemas e análise de investimentos é independente desse factor e da área científica de formação.

O grupo de inquiridos com formação na área financeira e afins, tendo em conta as habilitações literárias, é composto da seguinte forma:

- 9 indivíduos com Bacharelato;
- 81 indivíduos com Licenciatura;
- 3 indivíduos com Pós – Graduação;
- 11 indivíduos com Mestrado;
- 3 indivíduos com Doutoramento.

Podemos ainda estratificar os grupos de indivíduos anteriormente definidos e subdividi-los, tendo em consideração o facto de investirem/tendo investido em activos cotados em bolsa. Assim, no grupo de indivíduos com formação na área de financeira e afins, 35,5% (ver tabela 1.6.B) dos mesmos refere que tem ou já teve investimentos em títulos cotados em Bolsa.

A análise dos resultados de cada questão do inquérito será realizada também através da divisão dos indivíduos em grupos etários, pretendendo-se verificar se os jovens demonstram comportamentos semelhantes ou distintos dos indivíduos com mais maturidade.

Todas as questões do presente estudo serão analisadas segundo as seguintes categorias:

- Indivíduos com formação na área financeira e afins;
- Indivíduos com formação em diversas áreas científicas distintas da anterior, ou sem formação de nível superior;
- Indivíduos que investem ou já investiram na bolsa;

- Indivíduos que não investem nem nunca investiram na bolsa;
- Indivíduos do sexo masculino;
- Indivíduos do sexo feminino;
- Indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos;
- Indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos;
- Indivíduos com idade superior a 56 anos.

Tendo em conta as sub divisões da amostra acima mencionadas, cujas frequências se podem verificar na tabela 1.13 do anexo II, no ponto seguinte irá ser efectuada a análise pormenorizada das respostas a cada questão e explicitados os comportamentos demonstrados pelos indivíduos inquiridos no âmbito deste trabalho.

## **5.4 Resultados obtidos**

Nos pontos anteriores apresentaram-se os objectivos e a metodologia usada na realização deste estudo, bem como uma breve caracterização da amostra inquirida. O objectivo da presente secção consiste na descrição dos resultados obtidos, isto é, na análise dos comportamentos demonstrados pelos inquiridos aquando da sua tomada de decisões de carácter financeiro.

Os resultados serão analisados separadamente através da divisão desta secção em subsecções destinadas a cada grupo de questões de acordo com os comportamentos que se pretendem analisar. Na análise de cada tipo de comportamento serão apresentadas, primeiramente, as respostas da totalidade da amostra e efectuadas comparações com os resultados obtidos por outros estudos. Serão ainda apresentadas as respostas obtidas por cada tipo de categoria, verificando a uniformidade ou os desvios nos resultados.

### **5.4.1 – Aversão ao não familiar e receio do desconhecido**

A análise ao comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido é efectuada através das respostas às questões 1 e 2. Pela leitura do quadro 2.1.A (apresentado no anexo II), desde logo se percebe a tendência de opção pela alínea a) na resposta à



primeira questão do inquérito. O facto de 78,9% da totalidade dos inquiridos optar pela hipótese a), demonstra uma clara aversão ao risco, resultado que vai de encontro ao estudo realizado por Shefrin (2000).

Tendo em consideração as diversas partições da amostra, já referidas no ponto anterior, verifica-se o mesmo comportamento de aversão ao risco em todos os subgrupos através da opção pela alínea a) como resposta à questão 1, conforme se pode verificar nos quadros 2.1.B a 2.1.J (anexo II). Poderia pensar-se que os indivíduos inquiridos com formação na área financeira e afins estariam mais preparados para enfrentar o risco uma vez que têm conhecimento do funcionamento dos mercados e estão alerta para este tipo de comportamentos, mas tal não se verifica. Na realidade, 73,8% dos inquiridos com este tipo de formação preferiu a escolha pela hipótese a) na questão 1, o que demonstra o comportamento de aversão ao risco documentado por Shefrin (2000).

Outro dos sub grupos a salientar na análise aos resultados da questão 1, é o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos, apresentado no quadro 2.1.H. Em termos gerais, a ideia comum associada aos jovens é a imagem do gosto pelo risco, situação não corroborada nesta questão, uma vez que este grupo de indivíduos também manifesta o comportamento de aversão ao risco (78,1% dos indivíduos).

É de salientar ainda os resultados obtidos na questão 1 em relação ao grupo de indivíduos que tem ou já teve investimentos em acções ou fundos cotados em bolsa. O comportamento de aversão ao risco é também evidente neste grupo de inquiridos embora em menor dimensão. Enquanto nos restantes grupos a percentagem de indivíduos que opta pela resposta da alínea a) se situa acima dos 73%, o quadro 2.1.D indica-nos que apenas 62,4% dos indivíduos com conhecimento e participação nos mercados bolsistas apresentam comportamentos de aversão ao risco.

Esta posição de aversão ao risco aqui documentada é ainda confirmada pela análise dos resultados à questão 2. Considerando a totalidade da amostra, verifica-se (quadro 2.2.A1) que 85,7% dos inquiridos opta pela hipótese a), o que reforça o comportamento de aversão ao risco, uma vez que os indivíduos preferem a opção que lhes proporciona um ganho certo.

Este tipo de comportamento é igualmente comum a todos os sub grupos já mencionados, conforme o representam os quadros 2.2.B1 a 2.2.J1. É de referir que na questão 2, as percentagens correspondentes à opção com ganho certo são superiores a 80%,

excepto no grupo de indivíduos que investem ou já investiram na bolsa de valores. Tal como na questão 1, existe um menor número de indivíduos avessos ao risco.

Partindo para a análise comparativa das questões 1 e 2, os quadros 2.2.A2 a 2.2.J2 permitem confirmar o comportamento de aversão ao risco por parte dos indivíduos, uma vez que os indivíduos que optaram pela resposta da alínea a) na questão 1, voltam a optar, na sua grande maioria, pela mesma alínea na questão seguinte. As alíneas a) de cada questão apresentam ganhos certos, pelo que o facto de os indivíduos optarem em ambas as questões pelo investimento que lhes proporciona um resultado garantido, demonstra que estes não estão dispostos a arriscar, apesar da opção que envolve risco poder proporcionar-lhes um ganho superior. Isto permite-nos concluir que os indivíduos avessos ao risco são-no, independentemente de conhecerem ou não as probabilidades de perda ou ganho.

Para além do comportamento de aversão ao risco, estas duas questões do inquérito permitem analisar o comportamento de aversão ao não familiar no processo de tomada de decisões financeiras. A observação deste comportamento baseia-se na informação que consta nos quadros 2.2.A3 a 2.2.J3. O comportamento de aversão ao não familiar ou receio do desconhecido, verifica-se quando os indivíduos que optaram pela alínea b) na questão 1, optam por a) na questão 2, assumindo o risco quando são conhecidas as probabilidades mas não quando estas não são mencionadas.

Partindo então para a análise das respostas às questões 1 e 2 conjuntamente, verificamos, através do quadro 2.2.A3, que 44,4% dos inquiridos optou pela alínea b) na questão 1 e por a) na questão 2, o que significa que apresentam comportamentos de aversão ao não familiar.

Analisando os restantes quadros de respostas à questão 2, é possível concluir que apenas o grupo de inquiridos com idade superior a 56 anos (quadro 2.2.J3) não apresenta comportamentos consistentes com a aversão ao não familiar, uma vez que os indivíduos optaram pela alínea b) em ambas as questões. No entanto, em termos de frequências absolutas, estes resultados não são representativos.

Observando os resultados que constam desta sequência de quadros (2.2.B3 a 2.2.I3), verifica-se que todas as restantes categorias consideradas se comportam da mesma forma, apresentando percentagens de opção pela alínea b) na questão 1 e a) na questão 2 entre os 34,4% e os 54,8%.

No entanto, podemos destacar dois sub grupos da amostra que apresentam a maioria de inquiridos com comportamentos de aversão ao não familiar e receio do desconhecido: o grupo de indivíduos que nunca investiu na bolsa e o grupo de indivíduos do sexo feminino, com percentagens de 54,8% e 52,2%, respectivamente. A opção pela alínea b) na questão 1 e pela alínea a) na questão 2, leva a concluir que os investidores, apesar de tomarem o risco quando conhecem as probabilidades do investimento, o mesmo não se verifica quando desconhecem tais valores, preferindo optar pelo ganho certo. Por este facto, pode concluir-se que estes indivíduos apresentam um comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido, o que é consistente com as conclusões de Shefrin (2000).

Os resultados mostram que o comportamento dominante é o de aversão ao risco, uma vez que a maioria dos inquiridos opta pelas alíneas a) em ambas as questões. O comportamento de aversão ao não familiar e receio do desconhecido verifica-se em apenas 28 indivíduos, que representam 9,3% da totalidade dos inquiridos. Este resultado é parcialmente coerente com o resultado obtido por Fernandes (2001), que no seu estudo verificou que a maioria dos indivíduos inquiridos evidenciava uma clara aversão ao risco, e que apenas 20% apresentaram comportamentos de aversão ao não familiar.

Verifica-se ainda que a generalidade dos indivíduos que são avessos ao risco, são-no independentemente da probabilidade de ocorrência dos ganhos serem conhecidas ou não. Desta forma é corroborado o estudo de Shefrin (2000), que mostrou que os indivíduos que arriscavam ao conhecer as probabilidades do jogo não aceitavam jogar quando essas probabilidades eram desconhecidas. Apesar de no presente estudo verificarmos que a maioria os indivíduos que arriscavam na primeira questão, com probabilidades de ganho conhecidas, arriscavam igualmente quando tal probabilidade era desconhecida, verificamos também que apenas o grupo de indivíduos com mais de 56 anos não apresenta comportamentos coerentes com a aversão ao não familiar.

#### **5.4.2 – Aversão a Perdas**

As questões 3 e 4 do inquérito tiveram como objectivo analisar comportamentos de aversão a perdas.

Observando os resultados obtidos na questão 3 e que constam do quadro 2.3.A (anexo II), é possível verificar que 74% dos inquiridos optaram pela resposta da alínea a), que representa um comportamento de aversão ao risco. Estes resultados são coerentes quando tomamos como metodologia de análise as partições da amostra já referidas. Pela observação dos quadros 2.3.B a 2.3.J, verifica-se que todos os grupos de indivíduos apresentam como resposta à questão 3 maioritariamente a alínea a), pelo que demonstram um comportamento de aversão ao risco, conforme foi já documentado pelos resultados de resposta às questões anteriores.

Salienta-se que o grupo que apresenta menor percentagem de opção pela alínea a) é o grupo dos indivíduos que investem na bolsa (54%). Esta situação pode dever-se ao facto destes indivíduos acompanharem com maior frequência a evolução dos mercados financeiros, acumulando alguma experiência e conhecimento, tornando-se assim relativamente menos avessos ao risco.

Tal como na análise do comportamento de aversão ao não familiar, verifica-se na questão 3, que o grupo de indivíduos que não têm nem nunca tiveram investimentos cotados em bolsa e o grupo do sexo feminino, são os que apresentam maior percentagem de opção pela alínea a), com valores a rondar os 80%.

Se na questão 3 a maioria dos inquiridos tende a optar pela hipótese que lhes proporciona um ganho certo, na resposta à questão 4, conforme se pode aferir pelos resultados que constam do quadro 2.4.A1, verifica-se o inverso. Neste caso, 58,2% dos inquiridos opta pela alínea b), resultado coerente entre as respostas de cada um dos grupos da partição da amostra, quando individualmente considerados, como é visível nos dados dos quadros 2.4.B1 a 2.4.J1.

Enquanto na questão 3 o problema é apresentado sob a forma de ganho e os inquiridos optam maioritariamente pela hipótese que proporciona um ganho certo, na questão 4 o problema é apresentado sob a forma de perda e, neste caso, os inquiridos optam por assumir o risco de perder 4.000€ ou não perder nada.

Estas duas questões compõem um conjunto, contudo os indivíduos demonstram uma tendência em não encarar ambas as escolhas dessa forma, tomando decisões distintas consoante as opções envolvam ganhos ou perdas.

Fazendo a comparação dos resultados entre ambas as respostas, é possível verificar, pela observação dos dados do quadro 2.4.A2, que 51,1% dos indivíduos que escolheram a)

na questão 3 optam por b) na questão 4. Estes indivíduos evidenciam comportamentos de aversão a perdas, assumindo o risco perante uma perda anunciada, mas não perante um ganho.

Os resultados que constam nos quadros 2.4.B2 a 2.4.J2 mostram-nos que todos os grupos em que foi segmentada a amostra apresentam comportamentos de aversão a perdas, uma vez que conjugam as alíneas a) e b) nas respostas às questões 3 e 4 respectivamente. No entanto, verifica-se uma menor percentagem de opção pelas alíneas a) e b) nas questões 3 e 4 respectivamente em alguns grupos nos quais foi segmentada a amostra. Os grupos que apresentam menor sensibilidade a perdas são o dos indivíduos com formação em diversas áreas científicas distintas da financeira ou sem formação de nível superior, o dos indivíduos que têm ou já tiveram investimentos em fundos cotados em bolsa e ainda os indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos.

Da análise das respostas a estas questões, verifica-se alguma coerência com os resultados obtidos por Kahneman e Tversky (1979), concluindo que os indivíduos apresentam tendência a evidenciar comportamentos de aversão a perdas.

Comparando o presente estudo com o de Fernandes (2001), mais uma vez que se conclui que os resultados são coerentes. Os inquiridos em ambos os estudos demonstraram comportamentos de aversão a perdas, demonstrando que não vêm da mesma forma os problemas quando se apresentam em forma de ganho ou perda. Tendo em consideração as respostas a cada questão separadamente, verificamos que, relativamente à questão 3, no estudo de Fernandes (2001) a percentagem de opção pela alínea que não apresentava risco foi de 80%, enquanto na questão 4, a opção pela hipótese com risco foi de 70,8%. Embora as percentagens de escolhas pelas mesmas opções sejam um pouco mais baixas no presente estudo, verifica-se que as conclusões são semelhantes.

### **5.4.3 – Tolerância ao Risco**

Conforme referido no ponto 5.2, os resultados obtidos nas questões 5 e 6 do inquérito permitem analisar se a tolerância ao risco depende das experiências passadas e se é ou não unidimensional.

Desde logo, a observação dos dados do quadro 2.5.A (anexo II) permite verificar que 66,4% dos inquiridos opta na questão 5 pela escolha que não envolve risco. Uma vez que já obtiveram um ganho, os indivíduos inquiridos preferem não se envolver noutra negócio que não tenha um desfecho totalmente conhecido, pelo que demonstram uma atitude de intolerância ao risco.

Estas conclusões são coerentes entre a maioria dos grupos nos quais a amostra foi dividida, conforme se pode observar nos dados dos quadros 2.5.B a 2.5.J. Apesar de todos os grupos em que foi segmentada a amostra apresentarem indivíduos com características de tomadores de risco, a generalidade dos grupos apresenta percentagens maioritárias de opção pela alínea a), que representa a aversão ao risco dos inquiridos.

Contudo, é de referir que 51,2% dos indivíduos que tem ou já teve investimentos na bolsa escolheu como resposta à questão 5 a opção que envolve risco, uma vez que após a obtenção de um ganho, escolhem reinvestir assumindo o risco de incorrer numa possível perda. Conforme já havia sido referido aquando da análise de resultados à questão 3, este grupo de indivíduos é o que menor sensibilidade apresenta ao risco, tomando o risco mesmo já tendo obtido um ganho.

A análise dos resultados de resposta à questão 6, que constam dos quadros 2.6.A1 a 2.6.J, vem confirmar o comportamento de aversão ao risco, já documentado anteriormente, uma vez que 86,6% dos indivíduos inquiridos opta pela opção b), ou seja, perante uma experiência de perda, optam por não reinvestir. Os resultados são coerentes entre os grupos em que foi segmentada a amostra, onde a escolha da alínea b) apresenta sempre valores acima dos 80%.

Partindo para a análise conjunta das respostas às questões 5 e 6, podemos verificar a unidimensionalidade ou não da tolerância ao risco. Isto significa que os investidores podem manifestar diferentes atitudes consoante as experiências passadas.

Assim, observando os dados do quadro 2.6.A2, verificamos que 92,9% dos inquiridos que optou pela alínea a) na questão 5, optou pela alínea b) na questão 6. Isto é, em ambas as questões os indivíduos escolheram as hipóteses isentas de risco, optando por não reinvestir quer após uma experiência de ganho, quer após uma experiência de perda.

Estas opções são coerentes entre as várias categorias em que foi segmentada a amostra, conforme se pode verificar nos quadros 2.6.B2 a 2.6.J2, sendo a percentagem de escolha da alínea a) na questão 5 e da b) na questão 6 de 90% aproximadamente.

Prosseguindo com a análise das respostas à questão 6 tendo em consideração os indivíduos que optaram por a) na questão 5, verificamos que apenas 7,1% dos inquiridos opta também pela resposta da alínea a) nesta segunda questão. Esta baixa percentagem de opção pela alínea a) em ambas as questões, leva a concluir que a generalidade dos inquiridos é avesso a perdas, uma vez que toma o risco após uma experiência de perda, e ainda que a sua atitude face ao risco não é unidimensional, pelo facto de não aceitarem arriscar após um ganho.

Ainda relativamente à análise das respostas à questão 6 mediante os indivíduos que optaram pela alínea a) na questão 5, verifica-se que todos os inquiridos pertencentes ao grupo com idade superior a 56 anos optaram pela alínea b) na questão 6, pelo que apenas se pode concluir que estes indivíduos apresentam aversão ao risco.

Uma vez que objectivo destas questões é o de analisar se a tolerância ao risco é ou não unidimensional, devemos analisar as respostas à questão 6 tendo em consideração os indivíduos que optaram por b) na questão 5. Assim, verificamos, pela observação dos dados do quadro 2.6.A3, que 74% dos inquiridos opta, também, pela alínea b). Este resultado, indica-nos que os inquiridos, após obterem um ganho estavam dispostos a reinvestir, mas, quando a experiência de investimento se apresenta sob a forma de perda, já não arriscam, optando por não reinvestir. Este facto demonstra que os investidores têm diferentes atitudes mediante a forma como é apresentado o problema, concluindo-se que a atitude do investidor face ao risco não é unidimensional. Estes resultados são coerentes entre as categorias em que foi dividida a amostra, conforme se pode verificar nos quadros 2.6.B3 a 2.6.J3.

Contudo, verificamos também que 26% da totalidade dos inquiridos optou pela alínea b) na questão 5 e pela alínea a) na questão 6, ou seja, estes indivíduos optaram em ambas as questões pelas hipóteses que envolvem risco. Observando novamente os quadros 2.6.B3 a 2.6.J3, é possível aferir que em todos os grupos nos quais foi segmentada a amostra existem indivíduos que se comportam como descrito pela generalidade da amostra, sendo que as percentagens de opção pelas alíneas b) e a) nas questões 5 e 6 respectivamente, se situam entre os 24,6 e os 32,3%, podendo concluir que estes indivíduos apresentam uma atitude face ao risco unidimensional.

É de referir que os indivíduos do sexo feminino são os que apresentam uma percentagem mais baixa no que respeita à unidimensionalidade da tolerância ao risco, com

apenas 14,7% (quadro 2.6.G3) de opção pela alíneas b) e a) às questões 5 e 6 respectivamente, sendo o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos o que apresenta uma maior percentagem de indivíduos com uma atitude unidimensional face ao risco (50%), contudo, pouco significativa em termos de frequências absolutas.

Desta forma, podemos concluir que 61,3% dos indivíduos inquiridos apresenta uma atitude de aversão ao risco, uma vez que optam por não reinvestir quer tenham obtido ganhos ou perdas no passado. Apesar dos indivíduos apresentarem características de não tolerância ao risco, as suas respostas demonstram a mesma atitude qualquer que seja a forma como se apresenta o problema<sup>28</sup>, pelo que se conclui que a tolerância ao risco não é unidimensional.

O objectivo primordial deste conjunto de questões era avaliar se a atitude dos inquiridos face ao risco é ou não unidimensional e, de facto, 8,67% dos indivíduos demonstra atitudes de unidimensionalidade face ao risco pois aceita reinvestir qualquer que seja o resultado das experiências passadas.

Embora esta unidimensionalidade face ao risco apenas se verifique em 26 indivíduos, o que representa uma percentagem baixa na totalidade da amostra, é um resultado consistente com o estudo de Thaler e Johnson (1991) que serviu de base à realização destas questões. O facto dos indivíduos reinvestirem quer tenham obtido uma perda quer um ganho, corrobora o estudo destes autores que afirma que os indivíduos analisam o problema da mesma forma quer se trate de um ganho quer se trate de uma perda.

#### **5.4.4 – Excesso de Confiança**

As questões 7 e 8 tinham como objectivo aferir se os inquiridos apresentam comportamentos de excesso de confiança, conforme documentado por DeBondt (1998).

Através da observação dos dados do quadro 2.7.A (anexo II), verifica-se que apenas 11,6% dos inquiridos escolheu a alínea d), ou seja, refere que segue sempre a sua opinião quando pretende realizar um investimento. Este resultado é coerente entre todas as categorias da amostra, cujos resultados estão representados nos quadros 2.7.B1 a 2.7.J1.

---

<sup>28</sup> Os inquiridos optam por não reinvestir quer tenham obtido uma perda quer tenham obtido um ganho.



Sendo a percentagem de escolha pela alínea d) entre 4,3% e 36,4%, pode dizer-se que a maioria dos indivíduos não evidencia comportamentos de excesso de confiança. Contudo, deve referir-se que, apesar de representarem apenas 1,3% da totalidade da amostra, os indivíduos com idade superior a 56 anos, quando individualmente considerados os grupos nos quais foi segmentada a amostra, são os que apresentam maior percentagem de opção pela alínea d) na questão 7, apresentando assim, excesso de confiança conforme documentado por DeBondt. O facto deste grupo de indivíduos demonstrar maior confiança nas suas ideias, pode relacionar-se com o facto da sua idade representar uma maior experiência de vida, pelo que confiam mais nas suas capacidades do que na de terceiros.

Contudo, se analisarmos a opção de resposta pela alínea d) de cada um dos grupos em relação à totalidade da amostra, em termos de frequências absolutas, verificamos que o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da área financeira e afins, ou sem formação de nível superior, é o que maior percentagem de inquiridos apresenta com excesso de confiança, representando estes 6,3% da totalidade de inquiridos. Apesar de ser uma percentagem pouco significativa, pode afirmar-se que todos os grupos em que foi segmentada a amostra apresentam indivíduos com características coerentes com o comportamento de excesso de confiança.

A observação das tabelas 2.7.F e 2.7.G, permitem verificar uma diferença de comportamentos entre os indivíduos do sexo masculino e feminino. Verificamos que apenas sete mulheres referem seguir sempre o seu instinto, enquanto que o número de homens que confia nas suas capacidades de decisão se situa em mais do dobro das mulheres (17 homens que correspondem a 15,9% dos inquiridos contra apenas 7% do lado do sexo feminino). Daqui se pode aferir que os homens são mais confiantes.

A análise das respostas à questão 7 revela, conforme observação dos quadros 2.7.A a 2.7.J presentes no anexo II, que os inquiridos optam minoritariamente pela opção a). Na realidade, apenas 5 inquiridos (que representam 2,4% da totalidade da amostra) referem que optam sempre por seguir a opinião de terceiros nos quais procuram aconselhamento, demonstrando assim, uma atitude contrária ao comportamento de excesso de confiança. No entanto, após a observação da tabela 2.7.E, é possível afirmar que o grupo de inquiridos que não investe nem nunca investiu na bolsa é o mais susceptível de apresentar comportamentos de excesso de confiança, uma vez que nenhum dos inquiridos optou pela resposta da alínea a).

Devemos ainda analisar as opções pelas alíneas b) e c) à questão 7 do inquérito realizado. Assim, verificando os quadros 2.7.A a 2.7.J, verifica-se que o maior número de respostas se situa na opção pela alínea b), com percentagens entre os 39,2% e 56%, sendo, por isso, coerente em todos os grupos nos quais foi segmentada a amostra. Esta opção pode indicar, também, um comportamento próximo do excesso de confiança, uma vez que os inquiridos referem que mesmo tendo em consideração o que lhes é aconselhado, procuram seguir o seu próprio instinto. De certa forma, os indivíduos que optaram pela alínea b) na questão 7, demonstram ter mais confiança em si mesmos do que nos seus conselheiros.

Em relação à alínea c) da questão 7, verificamos que existe também uma larga percentagem de opção por esta resposta, embora as percentagens sejam mais dispersas do que as obtidas na opção pela alínea b). Segundo a informação do quadro 2.7.A, 36,7% dos inquiridos refere que, mesmo quando procuram aconselhamento de terceiros para a realização de um investimento, nem sempre levam em consideração essa opinião. Este resultado é coerente entre todos os grupos nos quais foi segmentada a amostra, excepto no grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos. Mais uma vez este grupo de indivíduos destaca-se dos restantes, com apenas 9,1% de opção pela alínea c), pelo que se pode concluir que estes indivíduos apresentam algumas características muito próximas do excesso de confiança.

Fazendo ainda uma breve comparação dos resultados obtidos na questão 7, considerando os indivíduos que na primeira parte do inquérito afirmaram procurar o aconselhamento de gestores de conta bancária ou gestores de títulos profissionais, verificamos, através dos quadros 2.7.A1 a 2.7.J1, que as percentagens de opção por cada alínea desta questão são semelhantes aos obtidos quando se considera apenas a análise da questão 7, sem qualquer tipo de restrição. Também no caso desta restrição, os indivíduos com idade superior a 56 anos, conforme mostra o quadro 2.7.J1, apresenta características de excesso de confiança, uma vez que 80% dos inquiridos optou pelas alíneas b) e d) em detrimento das alíneas a) e c) que não representam opções com características de tal comportamento. No entanto, em termos absolutos, as frequências são pouco significativas.

Souza (2005) verificou que 97,3% dos indivíduos indicaram achar essencial o aconselhamento por parte de um profissional no momento de decisão sobre um investimento, resultado que se coaduna com o obtido no presente estudo. Ao considerar que é importante a obtenção de uma opinião de terceiros e que esta pode ser essencial para

a tomada de decisão de carácter financeiro, a maioria dos inquiridos não demonstra atitudes de excesso de confiança.

Partindo para a análise da questão 8, nos quadros 2.8.A1 a 2.8.J1, apresentam-se os resultados das respostas a esta questão, que poderá também permitir a obtenção de conclusões mais sólidas acerca dos comportamentos de excesso de confiança dos indivíduos. Para a análise dos resultados ser mais simples, as opções apresentadas nesta questão foram divididas em dois grupos: periodicidade de revisão da carteira igual ou inferior a um mês e revisão da carteira com regularidade superior ao mês.

Antes de mais, deve ser feita uma análise geral aos resultados obtidos nesta questão, sem agregarmos as opções em grupos. Desta forma, pela análise do quadro 2.8.A1, verificamos que 20,7% dos inquiridos afirmaram rever a sua carteira de títulos mensalmente. A opção pela resposta da alínea c) na questão 8, foi a mais mencionada pela generalidade dos indivíduos quando considerados os grupos nos quais se segmentou a amostra. Apenas o grupo de indivíduos do sexo feminino apresenta maior percentagem de opção pela alínea b), com 25% dos indivíduos a afirmar que revê a sua carteira de títulos uma vez por semana.

Partindo agora para a análise dos resultados da questão 8, tendo por base a divisão acima mencionada, temos como pressuposto que a elevada regularidade na revisão ou movimentação da carteira poderá indiciar que os indivíduos confiam nas suas capacidades no que respeita à escolha do investimento, conforme referiram Barber e Odean (2000). Assim, desde logo pela observação do quadro 2.8.A1, percebemos que 59,5% dos inquiridos revê os seus investimentos com regularidade mensal ou inferior, o que leva a concluir que têm comportamentos coerentes com o excesso de confiança, uma vez que transaccionam com muita regularidade os seus títulos. Este resultado da totalidade da amostra é coerente na generalidade dos grupos da partição da amostra, com a excepção do grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos.

Apesar da generalidade dos grupos nos quais foi segmentada a amostra apresentar maior percentagem de opção pelas alíneas que representam a revisão de carteiras com periodicidade inferior ou igual ao mês, verifica-se que essa percentagem ronda, na generalidade dos casos, os 50% e os 60%.<sup>29</sup> No estudo da CMVM (2005), os resultados

---

<sup>29</sup> Apenas o grupo de indivíduos do sexo feminino, como já havia sido referido, apresenta uma percentagem de opção pelas alíneas que representam a revisão de carteiras inferior ou igual ao mês superior a 70%, sendo o grupo com menor comportamento de excesso de confiança.

obtidos foram os seguintes: 11,8% dos indivíduos indicaram que reviam a sua carteira diariamente, 32,5% semanalmente, 30,4% mensalmente e 26,6% anualmente. Assim sendo, podemos concluir que os resultados obtidos são coerentes com o estudo de base, uma vez que em ambos os estudos se verifica uma maior opção pelas hipóteses com revisão de carteira mais frequentes.

Analisando as questões 7 e 8 em conjunto, através do quadro 2.8.A2, podemos verificar que 63% dos inquiridos que optaram pelas alíneas b) ou d) na questão 7, indicam na questão 8 rever a sua carteira com regularidade igual ou inferior ao mês, o que se coaduna com uma atitude de excesso de confiança. Observando os quadros 2.8.B2 a 2.8.J2, verificamos que os resultados obtidos pela totalidade da amostra são coerentes com os dos grupos nos quais foi segmentada a amostra quando considerados individualmente. Contudo, é mais uma vez de salientar o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos, no qual a percentagem de inquiridos que optaram por b) ou d) na questão 7 é igual a 50% quer se trate de revisão da carteira inferior ou igual ao mês ou periodicidade de revisão da carteira superior ao mês. Contudo, refira-se novamente que as frequências absolutas são pouco representativas.

Para terminar a análise das respostas às questões 7 e 8 e, um pouco em jeito de curiosidade, é interessante observar os quadros 2.8.A3 a 2.8.J3, que nos indicam qual a periodicidade de revisão da carteira dos indivíduos que demonstraram excesso de confiança na questão 7 e ainda os indivíduos que referiram na primeira parte do inquérito recorrer a aconselhamento por parte de gestores de conta bancária e gestores de títulos profissionais. Assim, pela observação do quadro 2.8.A3, desde logo se verifica que 61,7% da totalidade dos inquiridos que procura ajuda em profissionais e que sempre, ou quase sempre, segue a sua própria opinião, opta por rever a sua carteira de títulos com periodicidade inferior ou igual ao mês, o que vai de encontro ao excesso de confiança demonstrado na questão 7. Este resultado é consistente com os grupos nos quais foi segmentada a amostra quando considerados individualmente. Também através da análise destes quadros, mais uma vez se reforça a ideia de que o grupo de indivíduos do sexo feminino é o que revê a carteira com maior periodicidade, o que se torna curioso, uma vez que na questão 7 os indivíduos do sexo masculino tinham demonstrado ser mais confiantes do que os do sexo feminino.

Desta forma, analisando as questões 7 e 8 em conjunto, podemos concluir que a maioria dos inquiridos apresenta comportamentos de excesso de confiança dos inquiridos, uma vez que a maioria dos indivíduos apresentam opções de resposta que denunciam comportamentos de excesso de confianças em ambas as questões.

#### **5.4.5 – *Home Bias***

Finalmente, a questão 9 deste estudo teve como objectivo a análise de comportamentos de *home bias*, ou seja, neste caso, a preferência por investimentos em títulos nacionais.

A observação dos dados do quadro 2.9.A (anexo II), permite desde logo perceber que a maior percentagem de respostas foi na alínea a), que representa a opção pelo investimento em títulos nacionais. A opção pela alínea a) representa a escolha de 37% dos inquiridos, o que possivelmente evidencia o seu patriotismo, preferindo o investimento que lhe é mais próximo e familiar.

Apesar da opção pela alínea a) ser dominante em relação às restantes hipóteses de escolha, é de salientar que 26,6% dos inquiridos optou pela alínea c), o que significa que lhes é indiferente a nacionalidade dos títulos que compõem a carteira.

Os resultados obtidos nesta questão são coerentes entre os grupos em que foi segmentada a amostra, sendo também consistentes com os do estudo de French e Poterba (1991). No entanto, é importante referir o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos, no qual 50% dos inquiridos optaram pela resposta da alínea a). Este resultado indica-nos que os indivíduos com mais idade e mais experiência de vida, ao preferirem investir as suas poupanças em títulos de empresas nacionais, demonstram uma atitude de patriotismo coerente com o comportamento de *home bias* documentado por French e Poterba (1991).

Embora os resultados sejam idênticos em todos os grupos, podemos também salientar as diferenças percentuais registadas entre os grupos do sexo masculino e feminino. Desde logo pela análise do quadro 2.9.F, percebemos que os indivíduos do sexo masculino se mostram mais patriotas, com 42,1% dos inquiridos a afirmar que prefere optar pelo investimento em títulos de empresas nacionais em detrimento do investimento em empresas estrangeiras (20,0%). Em relação ao grupo de inquiridos do sexo feminino,

verificamos, através do quadro 2.9.G, que 31,9% dos inquiridos optou pela carteira A e apenas 16,0% optou pela carteira B, pelo que se conclui que a maioria dos indivíduos do sexo feminino também apresenta comportamentos relacionados com o patriotismo e preferência por títulos nacionais. No entanto, as percentagens em ambas as alíneas são mais baixas do que as obtidas pelos indivíduos do sexo masculino. Esta diferença justifica-se pelos 29,2% de indivíduos do sexo feminino que opta pela alínea c) como resposta à questão 9. Isto significa que os indivíduos do sexo masculino são mais patriotas do que os do sexo feminino, uma vez que este último grupo de indivíduos apresenta percentagens de opção pelas alíneas a) e c) muito próximas. Assim sendo podemos concluir que as mulheres não são tão sensíveis a este tipo de comportamento do que os homens, sendo-lhes mais indiferente a decisão pela opção de investimento em títulos nacionais ou estrangeiros.

Este comportamento pode relacionar-se com o comportamento de aversão ao não familiar, já analisado através das respostas às questões 1 e 2, pelo que se torna importante o cruzamento dos resultados destas questões com os resultados obtidos na questão 9.

Analisando as respostas à questão 9, dos indivíduos que demonstraram o comportamento de aversão ao não familiar nas questões 1 e 2, verificamos no quadro 2.9.A1 a clara tendência para a opção pela carteira A. Esta opção vem confirmar o comportamento de aversão ao não familiar por parte destes indivíduos. No entanto, estes inquiridos representam apenas 4% do total, pelo que mais uma vez, não devemos afirmar que o comportamento é predominante nesta amostra.

Desta análise conjunta das questões 1, 2 e 9, deve referir-se o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins, que, conforme demonstra o quadro 2.9.B1 apresenta uma maior percentagem de opção pela carteira B (40%), o que significa os indivíduos que inicialmente demonstraram ser avesso ao não familiar, admitem não ter preferência por constituir uma carteira exclusivamente com títulos de empresas nacionais.

É de salientar ainda que no grupo de indivíduos que não investe na bolsa e no grupo de indivíduos do sexo feminino, os inquiridos que anteriormente apresentaram comportamentos coerentes com a aversão ao não familiar, apresentam agora as mesmas percentagens de opção pelas alíneas a) e b). Assim, não se pode concluir a relação entre os comportamentos de aversão ao não familiar e *home bias* nestes dois grupos nos quais foi segmentada a amostra.

A opção pela carteira A, está relacionada com o facto de os indivíduos preferirem investir nas empresas do seu país, uma vez que se sentem mais próximos delas, supondo que têm um maior conhecimento das mesmas, julgando retirar maior partido desse facto. Ora, esta situação prende-se com o receio de investir em algo que desconhecem ou não dominam, ou seja, na aversão ao não familiar.

No estudo realizado pela CMVM (2005), os indivíduos são também questionados sobre a sua preferência relativamente ao investimento em títulos nacionais ou estrangeiros. Salienta-se que nesse estudo a percentagem de inquiridos que mencionou preferir investir em títulos do mercado português foi de 71,6%, o que leva a concluir que demonstraram atitudes coerentes com o comportamento de *home bias* e patriotismo, resultado coerente com o presente estudo.

Morse e Shive (2006) analisaram igualmente o comportamento de *home bias*, através de um estudo administrado pela Universidade de Michigan, tendo como fonte de dados *World Values Survey* (1999-2001), onde realizados inquéritos a 1000 pessoas de 53 países. Portugal foi um dos países alvo do estudo, tendo sido colocada a seguinte questão aos indivíduos inquiridos: “*How proud are you to be Portuguese?*”<sup>30</sup>. A resposta devia ser indicada numa escala de 1 a 4<sup>31</sup>, e o resultado médio obtido foi de 3,74. Isto significa que os inquiridos se sentiam, em geral, bastante orgulhosos de serem portugueses. Relacionando este resultado com as respostas à questão 9, pode concluir-se que os inquiridos, ao sentirem orgulho no seu país, podem ter maior tendência para o investimento em títulos nacionais, na tentativa de fomentar o desenvolvimento do seu país. O resultado do estudo de Morse e Shive, é assim, de certo modo coerente com os resultados do presente estudo, no que respeita aos comportamentos de *home bias* e receio do desconhecido.

Em suma, podemos referir que os inquiridos optaram por respostas que levam a concluir que são patriotas, preferindo investir em títulos nacionais em detrimento de títulos de empresas estrangeiras.

---

<sup>30</sup> Morse e Shive, 2006, “Patriotism in your portfolio”, p. 24, Tabela 1.

<sup>31</sup> Para a questão “Quão orgulhoso se sente em ser Português” foram atribuídas hipóteses de resposta numa escala de 1 a 4, onde 1 significa não sentir orgulho e 4 sentir-se muito orgulhoso.

#### **5.4.6. Algumas considerações**

Analisados os resultados obtidos em cada questão do inquérito e concluídos quais os comportamentos corroborados com os estudos anteriormente realizados, vamos neste ponto tentar perceber quais os aspectos comportamentais que distinguem os grupos.

Vimos anteriormente que os grupos mais sensíveis a quase todos os comportamentos, nomeadamente a aversão ao não familiar, aversão ao risco e a perdas, foram o grupo de indivíduos do sexo feminino e o grupo de indivíduos que nunca investiu na bolsa, sendo o menos sensível o grupo de indivíduos com idades superior a 56 anos.

No entanto, torna-se interessante agora analisar de forma sintética quais os grupos em que a distinção de comportamentos é mais significativa.

Assim, começando por analisar o comportamento de aversão ao não familiar, verificamos que existe uma tomada de posição diferente entre o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins e o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior. Enquanto que apenas 35,7% dos indivíduos com formação na área financeira e afins optaram pelas alíneas b) e a) nas questões 1 e 2, respectivamente, a maioria dos indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior (51,4%) optaram pela conjugação destas respostas demonstrando assim um comportamento de aversão ao não familiar. Já no que respeita ao comportamento de aversão a perdas, estes dois grupos nos quais foi segmentada a amostra, comportam-se de forma inversa, sendo o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins mais sensível a este tipo de comportamento. Poderia pensar-se que os indivíduos com formação na área financeira e afins estariam mais protegidos de cometer certos erros cognitivos por entenderem o funcionamento dos mercados, isso não fica aqui comprovado, pois este grupo de indivíduos apenas se mostra menos sensível a um tipo de comportamento.

Nos grupos de indivíduos que investem e não investem na bolsa, observa-se nos quadros 2.2.D3 e 2.2.E3 uma distinção de comportamento no que respeita à aversão ao não familiar, verificando-se um maior número de indivíduos com características próximas do comportamento de aversão ao não familiar, no grupo de indivíduos que não investe na bolsa (54,8% contra 34,4%). Tal como nos grupos de indivíduos com formação na área financeira e com formação nas restantes áreas, no comportamento de aversão a perdas as



posições invertem-se. Neste tipo de comportamento, o grupo com menor sensibilidade a perdas é o grupo de indivíduos que não investe na bolsa, pelo que também aqui não se pode criar uma coerência de comportamentos.

Verifica-se, ainda, uma distinção de comportamentos entre os indivíduos do sexo masculino e feminino no que respeita ao comportamento de aversão ao não familiar, apresentando as mulheres maior sensibilidade a este tipo de comportamentos. Relativamente ao comportamento de excesso de confiança é possível de verificar através da observação dos quadros 2.8.F2 e 2.8.G2, que os indivíduos do sexo masculino examinam as suas carteiras com menor frequência (56,5% com revisão igual ou inferior ao mês) que o grupo de indivíduos do sexo feminino (74% dos inquiridos revê as suas carteiras com regularidade igual ou inferior ao mês), o que demonstra maior excesso de confiança por parte do segundo grupo. Estes dois comportamentos são os que manifestam maiores discrepâncias de resultados entre homens e mulheres. No entanto, em todas as questões verifica-se que as mulheres são ligeiramente mais sensíveis que os homens em todos os comportamentos estudados.

Em conclusão, verificámos que os comportamentos mais susceptíveis de criar divergências entre os grupos são a aversão ao não familiar, aversão a perdas e excesso de confiança. Embora todos os grupos nos quais foi segmentada a amostra apresentem divergências percentuais nas respostas a cada questão, não se podem afirmar diferenças de comportamentos uma vez que estas são pouco significativas.

Esta análise permite-nos também concluir que o facto dos inquiridos terem formação na área financeira ou não pode influenciar as suas tomadas de decisão, apresentando reacções distintas em algumas das questões realizadas.

Também a experiência de vida parece ser um dos factores determinantes nas escolhas tomadas, tendo-se verificado que, não raras vezes, os indivíduos com mais idade se comportam de forma distinta dos restantes. É curioso verificar que os indivíduos mais jovens não demonstrem esta vontade de arriscar, uma vez que muitas vezes este sentimento é associado a este tipo de pessoas.

## 6. Conclusão

A tomada de decisões de carácter financeiro é um processo que envolve diversas questões, nomeadamente no que respeita ao entendimento dos pressupostos que levam os investidores a optar por um investimento em detrimento de outro. Na avaliação de um possível investimento, os indivíduos devem ter ao seu dispor informação que lhes permita avaliar esse activo, bem como o comportamento do próprio mercado no qual se insere. Neste sentido, a correcta determinação dos preços dos activos financeiros constitui um ponto primordial no campo das finanças, pelo que, ao longo dos anos, vários têm sido os estudiosos a apresentar modelos de determinação dos preços.

Markowitz (1952) desenvolveu a Teoria da Carteira, tendo por base a possibilidade de constituição de carteiras eficientes, através da minimização do risco e maximização da rendibilidade. Segundo este autor, as decisões de investimento eram tomadas com base nas variáveis risco e rendibilidade, sendo pretensão de todos os investidores obter carteiras com a máxima rendibilidade, dado um determinado nível de risco.

Mais tarde, Sharpe (1964), Linter (1965) e Mossin (1966) apresentaram o modelo de determinação dos preços de equilíbrio dos activos financeiros designado por CAPM. Este modelo preconiza o risco sistemático, representado por *Beta*, como a única variável a considerar na tomada de decisões de carácter financeiro. Assim sendo, os investidores devem preocupar-se apenas com o risco sistemático, sendo este o único factor determinante da rendibilidade. Outro ponto essencial do CAPM assenta no facto da rendibilidade de um título corresponder à taxa do investimento sem risco adicionada de um prémio de risco proporcional ao *Beta*, sendo que quanto maior o nível de risco sistemático maior a rendibilidade esperada.

Contudo, o facto do CAPM admitir como única variável determinante da rendibilidade o risco sistemático, torna este modelo de determinação dos preços de equilíbrio demasiado limitativo, originando diversas críticas. Neste sentido, surgiu o modelo APT desenvolvido por Ross (1976), preconizando que a rendibilidade de um activo não é apenas função de *Beta*, mas sim de um conjunto de factores

macroeconómicos. Segundo este modelo, a rendibilidade de um activo financeiro é uma função linear de  $K$  factores, independentes entre si.

Apesar de se apresentar como um modelo mais abrangente no que respeita aos factores determinantes da rendibilidade dos activos, o APT revela uma lacuna de difícil resolução, uma vez que não são especificados quais são os factores de risco relevantes e que influenciam a rendibilidade.

Assim, os modelos de avaliação apresentados pela Teoria Financeira Tradicional demonstram dificuldades de aplicação empírica, sendo criticáveis também pelo facto de considerarem que os indivíduos agem de forma racional e apresentam expectativas homogéneas.

Neste sentido, os autores das Finanças Comportamentais argumentam que existem diversas variáveis para além do risco sistemático, capazes de influenciar as rendibilidades dos activos, e, conseqüentemente, as tomadas de decisões de investimento, nomeadamente no que concerne a variáveis de carácter psicológico.

As Finanças Comportamentais começam por referir que os agentes nem sempre agem de forma racional como descrito pela Teoria Financeira Tradicional, o que poderá causar desequilíbrios no mercado e nos preços dos activos. Outro ponto de ruptura entre estas duas correntes de pensamento é a homogeneidade de expectativas dos investidores. Na visão das Finanças Comportamentais, os investidores tomam decisões com base nas suas expectativas pessoais, nas suas crenças e preferência e não apenas com base no pressuposto do binómio rendibilidade/risco. O seu estudo baseia-se nos erros cognitivos cometidos pelos agentes que constituem desvios de julgamento face ao pressuposto da racionalidade e que se caracterizam por ilusões e erros de intuição que não são facilmente eliminados, podendo levar a erros sistemáticos no processo de decisão. Estes erros são cometidos na sequência do processo de auto aprendizagem dos investidores, que analisam a realidade e compreendem certos fenómenos com base nas suas experiências passadas e na informação que dispõem em cada momento.

No capítulo 4 deste trabalho, foram apresentados vários tipos de comportamentos documentados pelos autores das Finanças Comportamentais, no sentido de verificar se os agentes tomam decisões com base no pressuposto da racionalidade ou se têm por base determinados padrões mentais.

Alguns dos autores que desenvolveram trabalhos neste domínio das finanças são DeBondt (1998), com um estudo sobre o excesso de confiança, Kahneman e Tversky (1974, 1979), que analisaram comportamentos de representatividade e de aversão a perdas, French e Poterba (1991), cujo contributo foi dado ao nível do comportamento de aversão ao não familiar, entre outros já mencionados anteriormente.

Dando continuidade ao referido no capítulo 4 do presente estudo, tornou-se evidente a necessidade de testar alguns dos comportamento documentados, no sentido de perceber se, de facto, os agentes tomam as suas decisões de carácter financeiro com base nas suas preferências e na forma como analisam a realidade, ou se agem de forma racional conforme descrito pela Teoria Financeira Tradicional. Assim, procurámos analisar comportamentos de tomada de decisões de investimento, através de um inquérito dirigido a 300 indivíduos, seleccionados aleatoriamente.

O inquérito realizado teve como objectivo testar comportamentos de aversão ao não familiar e receio do desconhecido, aversão a perdas, unidimensionalidade da tolerância ao risco, excesso de confiança e *home bias*.

Desta forma, após a análise dos resultados, podemos concluir que os indivíduos apresentam alguns comportamentos que se coadunam com o descrito pela Teoria Financeira Comportamental, demonstrando que as suas atitudes e decisões são influenciadas por factores psicológicos e cognitivos, afastando-se da racionalidade descrita pela Teoria Financeira Tradicional. Nesta análise tornou-se claro que a aversão ao risco se apresenta como o comportamento mais evidente na totalidade da amostra estudada, uma vez que os indivíduos sentem receio em arriscar, quer tenham obtido um ganho ou uma perda.

No que respeita ao comportamento de aversão ao não familiar, verificámos que apenas cerca de 9% dos inquiridos (28) manifestaram este tipo de comportamento, uma vez que optaram pelas hipóteses que lhes permitiam obter um resultado conhecido, não demonstrando vontade de optar pelas hipóteses com desfecho desconhecido, mesmo que permitissem um ganho superior. Este comportamento encontra-se de certa forma relacionado com o comportamento de *home bias*, onde se pretendeu perceber se os indivíduos manifestam maior preferência por títulos de empresas nacionais e, por isso, mais próximas de si. A análise destes comportamentos, em conjunto, permitiu concluir que apenas 4% da totalidade da amostra apresentou características coerentes com a aversão ao

não familiar e o *home bias*, pelo que não se pode afirmar que existe uma relação directa entre o facto dos indivíduos preferirem os títulos com desfecho conhecido e o facto de serem patriotas, optando preferencialmente por títulos do mercado nacional.

O comportamento de aversão a perdas verificou-se em 51,1% dos inquiridos, corroborando-se, assim, os resultados obtidos por Kahneman e Tversky (1979). As respostas obtidas, permitiram concluir que os indivíduos analisam os problemas conforme estes se apresentem sobre a forma de ganho ou de perda, estando mais dispostos a assumir o risco após a obtenção de uma perda do que quando já efectivaram um ganho.

Apesar da aversão ao risco ser o comportamento que domina a totalidade dos inquiridos neste estudo empírico, foi também objectivo perceber se a atitude dos investidores face ao risco é ou não unidimensional. Verificámos neste ponto que apenas 8,67% dos inquiridos optou pelas hipóteses de reinvestimento qualquer que fosse o resultado das experiências passadas, apresentando, assim, uma atitude face ao risco unidimensional, conforme documentaram Thaler e Johnson (1991).

O comportamento de excesso de confiança verificou-se sempre em alguns dos inquiridos quer quando considerada a totalidade da amostra, quer quando considerados individualmente os grupos nos quais esta foi segmentada.

Sendo assim, podemos concluir que todos os comportamentos estudados são sempre documentados por alguns dos inquiridos, quer quando considerada a totalidade da amostra, quer quando individualmente considerados os grupos nos quais foi segmentada a amostra. Para a amostra em estudo, verificámos, então, que tal como em anteriores estudos empíricos realizados por diversos autores, os indivíduos são susceptíveis de cometer erros cognitivos aquando da tomada de decisões de carácter financeiro.

É importante referir que os resultados obtidos neste estudo empírico são apenas referentes à amostra inquirida, não se podendo generalizar os comportamentos aqui documentados para o mercado nacional. As escolhas aqui apresentadas pelos inquiridos são, também, apenas as posições que tomariam numa situação real, não significando que na realidade e perante cada um dos cenários apresentados se comportassem de facto como o descrito, o que se apresenta como uma limitação.

Neste estudo verifica-se a consistência dos comportamentos documentados pela Teoria Financeira Comportamental, tendo em consideração que os indivíduos são

influenciados por factores de ordem psicológica e não apenas por factores macroeconómicos, conforme preconiza a Teoria Financeira Tradicional.

Desta forma, se conclui que nenhum dos modelos apresentados consegue responder, de forma inequívoca e considerando apenas os seus pressupostos, a todas as questões no âmbito das finanças, nomeadamente no que respeita à formação dos preços dos activos e aos factores que o influenciam os investidores. Os modelos preconizados pelos campos Tradicional e Comportamental são considerados válidos, mas não suficientes para explicar de forma consistente a determinação dos preços dos activos, pelo que os autores de ambas as correntes deverão colaborar no sentido de investigar novos modelos teóricos que reflectam de uma forma mais próxima da realidade o funcionamento dos mercados financeiros.

## **Anexo I**

## Inquérito

### Parte I:

1.1 Sexo:  Masculino  Feminino

1.2 Idade: \_\_\_\_\_

1.3 Habilitações Literárias:  1º ciclo  2º ciclo  3º ciclo

Secundário  Bacharelato em \_\_\_\_\_

Licenciatura em \_\_\_\_\_  Pós-Graduação em \_\_\_\_\_

Mestrado em \_\_\_\_\_  Doutoramento em \_\_\_\_\_

1.4 Frequenta outro nível de ensino?

Sim. Qual? \_\_\_\_\_

Não

1.5 Profissão: \_\_\_\_\_

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

Sim  Não

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

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

Mais de 5 anos

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



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

- Acções       Obrigações       Fundos de poupança       Depósitos a prazo
- Bilhetes do tesouro       Outros. Quais? \_\_\_\_\_
- Não aplicável

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

- Sim       Não       Não aplicável

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

- Acções       Obrigações       Fundos de poupança       Depósitos a prazo
- Bilhetes do tesouro       Outros. Quais? \_\_\_\_\_
- Não aplicável

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

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

## Parte II

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

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

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

- a) Aceitar o ganho certo de 1.000 euros;
- b) Entrar no jogo com possibilidade de ganhar 2.000 euros ou 0 euros.

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

- a) Título A
- b) Título B

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

- a) Título C
- b) Título D

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

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

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

a) Sim;

b) Não.

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

a) Sigo sempre a opinião que me é sugerida;

b) Tenho em consideração o que me é aconselhado, mas procuro seguir o meu instinto;

c) Depende de quem sugere o conselho;

d) Sigo sempre a minha opinião.

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

a) Várias vezes por semana;

b) Uma vez por semana;

c) Mensalmente;

d) Várias vezes por mês;

e) Trimestralmente;

f) Semestralmente;

g) Anualmente;

h) Outra. Qual? \_\_\_\_\_

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

Por qual das alternativas optaria?

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

## **Anexo II**

**Quadro 1.1** – Tabela de frequências da variável sexo, considerando a totalidade da amostra

		<b>Sexo</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Masculino	153	51,0	51,0	51,0
	Feminino	147	49,0	49,0	100,0
Total		300	100,0	100,0	

**Quadro 1.2** – Tabela de frequências da variável idade, considerando a totalidade da amostra

		<b>Idade</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	18 - 26	96	32,0	32,1	32,1
	27 - 35	83	27,7	27,8	59,9
	36 - 44	57	19,0	19,1	78,9
	45 - 53	41	13,7	13,7	92,6
	54 - 62	20	6,7	6,7	99,3
	63 - 68	2	0,7	0,7	100,0
	Total		299	99,7	100,0
Missing	Não respondeu	1	0,3		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.3.A** – Tabela de frequências da variável habilitações literárias, considerando a totalidade da amostra.

		<b>Habilitações Literárias</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1º Ciclo	13	4,3	4,3	4,3
	2º Ciclo	6	2,0	2,0	6,3
	3º Ciclo	25	8,3	8,3	14,7
	Secundário	112	37,3	37,3	52,0
	Bacharelato	10	3,3	3,3	55,3
	Licenciatura	116	38,7	38,7	94,0
	Pós-Graduação	3	1,0	1,0	95,0
	Mestrado	12	4,0	4,0	99,0
	Doutoramento	3	1,0	1,0	100,0
Total		300	100,0	100,0	

**Quadro 1.3.B** – Tabela de frequências da variável nome do curso, considerando a totalidade da amostra

		<b>Nome do Curso</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sem Curso Superior	156	52,0	52,0	52,0
	Biologia	2	,7	,7	52,7
	Ciências Farmacêuticas	3	1,0	1,0	53,7
	Direito	2	,7	,7	54,3
	Economia	16	5,3	5,3	59,7
	Engenharia Civil	1	,3	,3	60,0
	Engenharia Mecânica	2	,7	,7	60,7
	Gestão e Administração Pública	1	,3	,3	61,0
	Gestão Agrária	1	,3	,3	61,3
	Gestão de Empresas	12	4,0	4,0	65,3
	Marketing	5	1,7	1,7	67,0
	Português	1	,3	,3	67,3
	Psicologia	2	,7	,7	68,0
	Química	1	,3	,3	68,3
	Contabilidade e Administração	14	4,7	4,7	73,0
	Contabilidade e Auditoria	64	21,3	21,3	94,3
	Enfermagem	3	1,0	1,0	95,3
	Magistério Primário	6	2,0	2,0	97,3
	Design	2	,7	,7	98,0
	Matemática	2	,7	,7	98,7
	Informática	2	,7	,7	99,3
	Medicina Veterinária	1	,3	,3	99,7
	Arquitetura	1	,3	,3	100,0
	Total	300	100,0	100,0	

**Quadro 1.4** – Tabela de frequências da variável qual o nível de ensino que frequenta para além do referido na questão 1.3, considerando a totalidade da amostra

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Secundário	2	,7	1,8	1,8
	Licenciatura	58	19,3	52,3	54,1
	Pós-Graduação	11	3,7	9,9	64,0
	Mestrado	32	10,7	28,8	92,8
	Doutoramento	7	2,3	6,3	99,1
	Curso Especialização	1	,3	,9	100,0
	Total	111	37,0	100,0	
Missing	Não aplicável	187	62,3		
	Não respondeu	2	,7		
	Total	189	63,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.5 A** – Tabela de frequências da variável profissão, considerando a totalidade da amostra

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Administrativo	27	9,0	9,4	9,4
	Assistente Social	1	,3	,3	9,7
	Bancário	13	4,3	4,5	14,2
	Comerciante	2	,7	,7	14,9
	Contabilista	31	10,3	10,8	25,7
	Director	1	,3	,3	26,0
	Economista	5	1,7	1,7	27,8
	Empresário	6	2,0	2,1	29,9
	Empregado Escritório	14	4,7	4,9	34,7
	Enfermeiro	3	1,0	1,0	35,8
	Engenheiro	3	1,0	1,0	36,8
	Estudante	40	13,3	13,9	50,7
	Funcionário Público	8	2,7	2,8	53,5
	Fotógrafo	1	,3	,3	53,8
	Gestor	6	2,0	2,1	55,9
	Gerente	4	1,3	1,4	57,3
	Professor	19	6,3	6,6	63,9
	Reformado	5	1,7	1,7	65,6
	Vendedor	4	1,3	1,4	67,0



	Assistente Controler /Assistente Operacional	9	3,0	3,1	70,1
	Estagiário	1	,3	,3	70,5
	Técnico Superior	3	1,0	1,0	71,5
	Marqueteer / Designer	4	1,3	1,4	72,9
	ROC/Auditor	2	,7	,7	73,6
	Farmacêutico/ Técnico análises	1	,3	,3	74,0
	Estudante Trabalhador	5	1,7	1,7	75,7
	Técnico Informática	4	1,3	1,4	77,1
	Advogado	1	,3	,3	77,4
	Sociólogo / psicólogo	2	,7	,7	78,1
	Técnico Recursos Humanos	1	,3	,3	78,5
	Controller Financeiro	1	,3	,3	78,8
	Profissional de Seguros	8	2,7	2,8	81,6
	Empregado Balcão	10	3,3	3,5	85,1
	Desempregado	8	2,7	2,8	87,8
	Armazenista	4	1,3	1,4	89,2
	Técnico de Produção	17	5,7	5,9	95,1
	Empregada Limpeza	3	1,0	1,0	96,2
	Esteticista / Cabeleireira	3	1,0	1,0	97,2
	Agente policial	1	,3	,3	97,6
	Militar	1	,3	,3	97,9
	Mecânico / Electricista / Carpinteiro	3	1,0	1,0	99,0
	Florista	1	,3	,3	99,3
	Veterinário	1	,3	,3	99,7
	Cozinheiro	1	,3	,3	100,0
	Total	288	96,0	100,0	
Missing	Não respondeu	12	4,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.5.B** - Tabela de frequências da variável profissão, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins.

		<b>Profissão</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Administrativo	7	6,5	7,0	7,0
	Bancário	10	9,3	10,0	17,0
	Contabilista	23	21,5	23,0	40,0
	Economista	5	4,7	5,0	45,0
	Empresário	1	,9	1,0	46,0
	Empregado Escritório	3	2,8	3,0	49,0
	Estudante	22	20,6	22,0	71,0
	Funcionário Público	2	1,9	2,0	73,0
	Gestor	3	2,8	3,0	76,0
	Professor	9	8,4	9,0	85,0
	Reformado	1	,9	1,0	86,0
	Assistente Controler /Assistente Operacional	1	,9	1,0	87,0
	Estagiário	1	,9	1,0	88,0
	Técnico Superior	1	,9	1,0	89,0
	ROC/Auditor	2	1,9	2,0	91,0
	Estudante Trabalhador	3	2,8	3,0	94,0
	Controller Financeiro	1	,9	1,0	95,0
	Profissional de Seguros	1	,9	1,0	96,0
	Desempregado	2	1,9	2,0	98,0
	Técnico de Produção	1	,9	1,0	99,0
	Militar	1	,9	1,0	100,0
	Total	100	93,5	100,0	
Missing	Não respondeu	7	6,5		
Total		107	100,0		

**Quadro 1.6.A** – Tabela de frequências da variável tem ou já teve investimentos em ações cotadas em bolsa, considerando a totalidade da amostra

<b>Tem ou já teve investimentos em ações ou fundos cotados em bolsa</b>					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	85	28,3	28,3	28,3
	Não	215	71,7	71,7	100,0
	Total	300	100,0	100,0	

**Quadro 1.6.B** – Tabela de frequências da variável tem ou já teve ações ou fundos cotados em bolsa, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins.

**Tem ou já teve investimentos em ações ou fundos cotados em bolsa**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	38	35,5	35,5	35,5
	Não	69	64,5	64,5	100,0
Total		107	100,0	100,0	

**Quadro 1.6.C** – Tabela de frequências da variável tem ou já teve ações ou fundos cotados em bolsa, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior.

**Tem ou já teve investimentos em ações ou fundos cotados em bolsa**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	47	24,4	24,4	24,4
	Não	146	75,6	75,6	100,0
Total		193	100,0	100,0	

**Quadro 1.7** – Tabela de frequências da variável há quanto tempo realiza investimentos, considerando a totalidade da amostra

**Há quanto tempo realiza tais investimentos no mercado de títulos**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Menos de 1 ano	8	2,7	9,5	9,5
	Entre 1 e 2 anos	5	1,7	6,0	15,5
	Entre 2 e 5 anos	29	9,7	34,5	50,0
	Mais de 5 anos	42	14,0	50,0	100,0
	Total	84	28,0	100,0	
Missing	Não aplicável	215	71,7		
	Não respondeu	1	,3		
	Total	216	72,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.8** – Tabela de frequências da variável data em que deixou de realizar investimentos, considerando a totalidade da amostra

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

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1986	1	,3	5,0	5,0
	2000	1	,3	5,0	10,0
	2001	1	,3	5,0	15,0
	2003	1	,3	5,0	20,0
	2004	1	,3	5,0	25,0
	2005	1	,3	5,0	30,0
	2006	2	,7	10,0	40,0
	2007	2	,7	10,0	50,0
	2008	4	1,3	20,0	70,0
	2009	6	2,0	30,0	100,0
	Total	20	6,7	100,0	
Missing	Não Respondeu	280	93,3		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.9.A** – Tabela de frequências da variável tipo de investimento para o qual canaliza as poupanças, considerando a totalidade da amostra

**Tipos de Investimento**

	Indicação como 1ª opção			Indicação como 2ª opção			Indicação como 3ª opção			Indicação s/ordem de preferência			Total de Indicações	
	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.
Acções	21	7,0%	30,9%	12	4,0%	17,6%	3	1,0%	4,4%	32	10,7%	47,1%	68	22,7%
Obrigações	1	0,3%	9,1%	2	0,7%	18,2%	3	1,0%	27,3%	5	1,7%	45,5%	11	3,7%
Fundos de Poupança	14	4,7%	17,7%	22	7,3%	27,8%	7	2,3%	8,9%	36	12,0%	45,6%	79	26,3%
Depósitos a Prazo	29	9,7%	18,0%	22	7,3%	13,7%	10	3,3%	6,2%	100	33,3%	62,1%	161	53,7%
Bilhetes do Tesouro	1	0,3%	8,3%	3	1,0%	25,0%	4	1,3%	33,3%	4	1,3%	33,3%	12	4,0%
Outros													6	2,0%
Não Respondeu													2	0,7%
Total inquéritos													300	

**Quadro 1.9.B** – Tabela de frequências da variável outros tipos de investimento, considerando a totalidade da amostra

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Imóveis	1	,3	16,7	16,7
	Certificados de aforro	3	1,0	50,0	66,7
	Seguros	1	,3	16,7	83,3
	Produtos financeiros bancários	1	,3	16,7	100,0
	Total	6	2,0	100,0	
Total de inquéritos		300			

**Quadro 1.10** – Tabela de frequências da variável alterações nas preferências indicadas anteriormente, considerando a totalidade da amostra

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

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	26	8,7	13,3	13,3
	Não	170	56,7	86,7	100,0
	Total	196	65,3	100,0	
eMissing	Não aplicável	101	33,7		
	Não respondeu	3	1,0		
	Total	104	34,7		
Total		300	100,0		

**Quadro 1.11**– Tabela de frequências da variável tipo de investimento que teve no passado, considerando a totalidade da amostra

**Tipos de Investimento**

	Indicação como 1ª opção			Indicação como 2ª opção			Indicação como 3ª opção			Indicação s/ordem de preferência			Total de Indicações	
	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.	Valid Perc.	Freq.	Perc.
Acções	7	2,3%	36,8%	4	1,3%	21,1%	1	0,3%	5,3%	7	2,3%	36,8%	19	6,3%
Obrigações	1	0,3%	33,3%	0	0,0%	0,0%	1	0,3%	33,3%	1	0,3%	33,3%	3	1,0%
Fundos de Poupança	3	1,0%	17,6%	4	1,3%	23,5%	4	1,3%	23,5%	6	2,0%	35,3%	17	5,7%
Depósitos a Prazo	3	1,0%	18,8%	5	1,7%	31,3%	3	1,0%	18,8%	5	1,7%	31,3%	16	5,3%
Bilhetes do Tesouro	0	0,0%	0,0%	1	0,3%	50,0%	1	0,3%	50,0%	0	0,0%	0,0%	2	0,7%
Outros - Certificados de Aforro													1	0,3%
Não Respondeu													3	1,0%
Total inquéritos													300	

**Quadro 1.12** – Tabela de frequências da variável fonte de informação, considerando a totalidade da amostra

**Fonte de Informação**

		Gestor de Conta	Imprensa	Amigos	Gestor de Títulos Profissional	Boletim de cotações da bolsa	Analistas	Empresas	Outras	Não respondeu	Total de Inquéritos
Indicação como 1ª opção	Freq.	32	10	1	1	7	6	1			
	Perc.	10,67%	3,33%	0,33%	0,33%	2,33%	2,00%	0,33%			
	Valid Perc.	24,62%	14,08%	3,23%	6,25%	14,29%	30,00%	4,35%			
Indicação como 2ª opção	Freq.	7	22	3	4	16	2	3			
	Perc.	2,33%	7,33%	1,00%	1,33%	5,33%	0,67%	1,00%			
	Valid Perc.	5,38%	30,99%	9,68%	25,00%	32,65%	10,00%	13,04%			
Indicação como 3ª opção	Freq.	5	6	4	3	10	1	5			
	Perc.	1,67%	2,00%	1,33%	1,00%	3,33%	0,33%	1,67%			
	Valid Perc.	3,85%	8,45%	12,90%	18,75%	20,41%	5,00%	21,74%			
Indicação como 4ª opção	Freq.	3	0	1	5	1	4	1			
	Perc.	1,00%	0,00%	0,33%	1,67%	0,33%	1,33%	0,33%			
	Valid Perc.	2,31%	0,00%	3,23%	31,25%	2,04%	20,00%	4,35%			
Indicação como 5ª opção	Freq.	0	2	3	0	1	2	3			
	Perc.	0,00%	0,67%	1,00%	0,00%	0,33%	0,67%	1,00%			
	Valid Perc.	0,00%	2,82%	9,68%	0,00%	2,04%	10,00%	13,04%			
Indicação como 6ª opção	Freq.	0	0	1	1	2	2	2			
	Perc.	0,00%	0,00%	0,33%	0,33%	0,67%	0,67%	0,67%			
	Valid Perc.	0,00%	0,00%	3,23%	6,25%	4,08%	10,00%	8,70%			
Indicação como 7ª opção	Freq.	0	1	4	0	0	1	2			
	Perc.	0,00%	0,33%	1,33%	0,00%	0,00%	0,33%	0,67%			
	Valid Perc.	0,00%	1,41%	12,90%	0,00%	0,00%	5,00%	8,70%			
Indicação s/ ordem de preferência	Freq.	83	30	14	2	12	2	6			
	Perc.	27,67%	10,00%	4,67%	0,67%	4,00%	0,67%	2,00%			
	Valid Perc.	63,85%	42,25%	45,16%	12,50%	24,49%	10,00%	26,09%			
Total de Indicações	Freq.	130	71	31	16	49	20	23	1	4	300
	Perc.	43,33%	23,67%	10,33%	5,33%	16,33%	6,67%	7,67%	0,33%	1,33%	

**Quadro 1.13** – Tabela de frequências dos segmentos em que foi estratificada a amostra

<b>Grupos</b>	<b>Frequência</b>	<b>Porcentagem</b>
Ind. com formação na área financeira e afins	107	36%
Ind. com formação em áreas científicas distintas da anterior, ou sem formação de nível superior	193	64%
Não Indicou	0	0%
<b>Total</b>	300	100%
Ind. que investem ou já investiram na bolsa	85	28%
Ind. que não investem nem nunca investiram na bolsa	215	72%
Não Indicou	0	0%
<b>Total</b>	300	100%
Ind. do sexo masculino	153	51%
Ind. do sexo feminino	147	49%
Não Indicou	0	0%
<b>Total</b>	300	100%
Ind. com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos	179	60%
Ind. com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos	104	35%
Ind. com idade superior a 56 anos	16	5%
Não Indicou	1	0%
<b>Total</b>	300	100%

**Quadro 2.1.A**– Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando a totalidade da amostra

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	236	78,7	78,9	78,9
	Resposta à alínea b)	63	21,0	21,1	100,0
	Total	299	99,7	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,3		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.1.B** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	79	73,8	73,8	73,8
	Resposta à alínea b)	28	26,2	26,2	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.1.C** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	157	81,3	81,8	81,8
	Resposta à alínea b)	35	18,1	18,2	100,0
	Total	192	99,5	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,5		
Total		193	100,0		



**Quadro 2.1.D** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa de valores

		Questão 1			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	53	62,40	62,40	62,40
	Resposta à alínea b)	32	37,60	37,60	100,00
	Total	85	100,00	100,00	
Missing	Não respondeu	0	0,00		
	Total	85	100,00		

**Quadro 2.1.E** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

		Questão 1			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	183	85,1	85,5	85,5
	Resposta à alínea b)	31	14,4	14,5	100,0
	Total	214	99,5	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,5		
	Total	215	100,0		

**Quadro 2.1.F** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 1			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	113	73,9	73,9	73,9
	Resposta à alínea b)	40	26,1	26,1	100,0
	Total	153	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	153	100,0		

**Quadro 2.1.G** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	123	83,7	84,2	84,2
	Resposta à alínea b)	23	15,6	15,8	100,0
	Total	146	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.1.H** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	139	77,7	78,1	78,1
	Resposta à alínea b)	39	21,8	21,9	100,0
	Total	178	99,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,6		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.1.I** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades entre os 36 e 55 anos

**Questão 1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	82	78,8	78,8	78,8
	Resposta à alínea b)	22	21,2	21,2	100,0
	Total	104	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.1.J** – Tabela de frequências das respostas à questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		Questão 1			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	14	87,5	87,5	87,5
	Resposta à alínea b)	2	12,5	12,5	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	16	100,0		

**Quadro 2.2.A1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando a totalidade da amostra

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	257	85,7	85,7	85,7
	Resposta à alínea b)	43	14,3	14,3	100,0
	Total	300	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	300	100,0		

**Quadro 2.2.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	86	80,4	80,4	80,4
	Resposta à alínea b)	21	19,6	19,6	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	107	100,0		

**Quadro 2.2.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 2**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	171	88,6	88,6	88,6
	Resposta à alínea b)	22	11,4	11,4	100,0
	Total	193	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.2.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 2**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	62	72,9	72,9	72,9
	Resposta à alínea b)	23	27,1	27,1	100,0
	Total	85	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.2.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

**Questão 2**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	195	90,7	90,7	90,7
	Resposta à alínea b)	20	9,3	9,3	100,0
	Total	215	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.2.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	126	82,4	82,4	82,4
	Resposta à alínea b)	27	17,6	17,6	100,0
	Total	153	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	153	100,0		

**Quadro 2.2.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	131	89,1	89,1	89,1
	Resposta à alínea b)	16	10,9	10,9	100,0
	Total	147	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	147	100,0		

**Quadro 2.2.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	157	87,7	87,7	87,7
	Resposta à alínea b)	22	12,3	12,3	100,0
	Total	179	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	179	100,0		

**Quadro 2.2.I1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	85	81,7	81,7	81,7
	Resposta à alínea b)	19	18,3	18,3	100,0
	Total	104	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	104	100,0		

**Quadro 2.2.J1** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	14	87,5	87,5	87,5
	Resposta à alínea b)	2	12,5	12,5	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	16	100,0		

**Quadro 2.2.A2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando a totalidade da amostra

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	228	96,6	96,6	96,6
	Resposta à alínea b)	8	3,4	3,4	100,0
	Total	236	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	236	100,0		

**Quadro 2.2.B2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	76	96,2	96,2	96,2
	Resposta à alínea b)	3	3,8	3,8	100,0
	Total	79	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	79	100,0		

**Quadro 2.2.C2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	152	96,8	96,8	96,8
	Resposta à alínea b)	5	3,2	3,2	100,0
	Total	157	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	157	100,0		

**Quadro 2.2.D2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	51	96,2	96,2	96,2
	Resposta à alínea b)	2	3,8	3,8	100,0
	Total	53	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	53	100,0		

**Quadro 2.2.E2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	177	96,7	96,7	96,7
	Resposta à alínea b)	6	3,3	3,3	100,0
	Total	183	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	183	100,0		

**Quadro 2.2.F2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	109	97,3	97,3	97,3
	Resposta à alínea b)	3	2,7	2,7	100,0
	Total	112	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	112	100,0		

**Quadro 2.2.G2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	118	95,9	95,9	95,9
	Resposta à alínea b)	5	4,1	4,1	100,0
	Total	123	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	123	100,0		

**Quadro 2.2.H2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		<b>Questão 2</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	137	98,6	98,6	98,6
	Resposta à alínea b)	2	1,4	1,4	100,0
	Total	139	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	139	100,0		



**Quadro 2.2.I2** -Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	76	92,7	92,7	92,7
	Resposta à alínea b)	6	7,3	7,3	100,0
	Total	82	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	82	100,0		

**Quadro 2.2.J2** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por a) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	14	100,0	100,0	100,0
	Resposta à alínea b)	0	0,0		
	Total	14	100,0		
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	14	100,0		

**Quadro 2.2.A3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando a totalidade da amostra

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	28	44,4	44,4	44,4
	Resposta à alínea b)	35	55,6	55,6	100,0
	Total	63	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	63	100,0		

**Quadro 2.2.B3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	10	35,7	35,7	35,7
	Resposta à alínea b)	18	64,3	64,3	100,0
	Total	28	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	28	100,0		

**Quadro 2.2.C3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	18	51,4	51,4	51,4
	Resposta à alínea b)	17	48,6	48,6	100,0
	Total	35	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	35	100,0		

**Quadro 2.2.D3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	11	34,4	34,4	34,4
	Resposta à alínea b)	21	65,6	65,6	100,0
	Total	32	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	32	100,0		

**Quadro 2.2.E3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	17	54,8	54,8	54,8
	Resposta à alínea b)	14	45,2	45,2	100,0
	Total	31	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	31	100,0		

**Quadro 2.2.F3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	16	40,0	40,0	40,0
	Resposta à alínea b)	24	60,0	60,0	100,0
	Total	40	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	40	100,0		

**Quadro 2.2.G3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 2			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Resposta à alínea a)	12	52,2	52,2	52,2
	Resposta à alínea b)	11	47,8	47,8	100,0
	Total	23	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	23	100,0		

**Quadro 2.2.H3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 2**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Resposta à alínea a)	19	48,7	48,7	48,7
Resposta à alínea b)	20	51,3	51,3	100,0
Total	39	100,0	100,0	
Missing Não respondeu	0	0,0		
Total	39	100,0		

**Quadro 2.2.I3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 2**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Resposta à alínea a)	9	40,9	40,9	40,9
Resposta à alínea b)	13	59,1	59,1	100,0
Total	22	100,0	100,0	
Missing Não respondeu	0	0,0		
Total	22	100,0		

**Quadro 2.2.J3** – Tabela de frequências das respostas à questão 2, dos indivíduos que optaram por b) na questão 1, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 2**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Resposta à alínea a)	0	0,0	0,0	0,0
Resposta à alínea b)	2	100,0	100,0	100,0
Total	2	100,0	100,0	
Missing Não respondeu	0	0,0		
Total	2	100,0		

**Quadro 2.3.A**– Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando a totalidade da amostra

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	222	74,0	74,0	74,0
	Título B	78	26,0	26,0	100,0
	Total	300	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.3.B** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	67	62,6	62,6	62,6
	Título B	40	37,4	37,4	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.3.C** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	155	80,3	80,3	80,3
	Título B	38	19,7	19,7	100,0
	Total	193	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.3.D** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	46	54,1	54,1	54,1
	Título B	39	45,9	45,9	100,0
	Total	85	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.3.E** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	176	81,9	81,9	81,9
	Título B	39	18,1	18,1	100,0
	Total	215	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.3.F** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	105	68,6	68,6	68,6
	Título B	48	31,4	31,4	100,0
	Total	153	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.3.G** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 3			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	117	79,6	79,6	79,6
	Título B	30	20,4	20,4	100,0
	Total	147	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.3.H** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 3			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	130	72,6	72,6	72,6
	Título B	49	27,4	27,4	100,0
	Total	179	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.3.I** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		Questão 3			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	80	76,9	76,9	76,9
	Título B	24	23,1	23,1	100,0
	Total	104	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.3.J** – Tabela de frequências das respostas à questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 3**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título A	11	68,8	68,8	68,8
	Título B	5	31,3	31,3	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.4.A1**– Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando a totalidade da amostra

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	124	41,3	41,8	41,8
	Título D	173	57,7	58,2	100,0
	Total	297	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	3	1,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.4.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	36	33,6	33,6	33,6
	Título D	71	66,4	66,4	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		107	100,0		



**Quadro 2.4.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	88	45,6	46,3	46,3
	Título D	102	52,8	53,7	100,0
	Total	190	98,4	100,0	
Missing	Não respondeu	3	1,6		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.4.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	29	34,1	34,9	34,9
	Título D	54	63,5	65,1	100,0
	Total	83	97,6	100,0	
Missing	Não respondeu	2	2,4		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.4.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	95	44,2	44,4	44,4
	Título D	119	55,3	55,6	100,0
	Total	214	99,5	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,5		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.4.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	58	37,9	38,2	38,2
	Título D	94	61,4	61,8	100,0
	Total	152	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.4.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	66	44,9	45,5	45,5
	Título D	79	53,7	54,5	100,0
	Total	145	98,6	100,0	
Missing	Não respondeu	2	1,4		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.4.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	80	44,7	44,9	44,9
	Título D	98	54,7	55,1	100,0
	Total	178	99,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,6		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.4.I1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	39	37,5	38,2	38,2
	Título D	63	60,6	61,8	100,0
	Total	102	98,1	100,0	
Missing	Não respondeu	2	1,9		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.4.J1** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	5	31,3	31,3	31,3
	Título D	11	68,8	68,8	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.4.A2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando a totalidade da amostra

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	107	48,2	48,9	48,9
	Título D	112	50,5	51,1	100,0
	Total	219	98,6	100,0	
Missing	Não respondeu	3	1,4		
Total		222	100,0		

**Quadro 2.4.B2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	26	38,8	38,8	38,8
	Título D	41	61,2	61,2	100,0
	Total	67	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		67	100,0		

**Quadro 2.4.C2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	81	52,3	53,3	53,3
	Título D	71	45,8	46,7	100,0
	Total	152	98,1	100,0	
Missing	Não respondeu	3	1,9		
Total		155	100,0		

**Quadro 2.4.D2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	23	50,0	52,3	52,3
	Título D	21	45,7	47,7	100,0
	Total	44	95,7	100,0	
Missing	Não respondeu	2	4,3		
Total		46	100,0		

**Quadro 2.4.E2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	84	47,7	48,0	48,0
	Título D	91	51,7	52,0	100,0
	Total	175	99,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,6		
Total		176	100,0		

**Quadro 2.4.F2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	50	47,6	48,1	48,1
	Título D	54	51,4	51,9	100,0
	Total	104	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	1	1,0		
Total		105	100,0		

**Quadro 2.4.G2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	57	48,7	49,6	49,6
	Título D	58	49,6	50,4	100,0
	Total	115	98,3	100,0	
Missing	Não respondeu	2	1,7		
Total		117	100,0		

**Quadro 2.4.H2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	66	50,8	51,2	51,2
	Título D	63	48,5	48,8	100,0
	Total	129	99,2	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,8		
Total		130	100,0		

**Quadro 2.4.I2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	36	45,0	46,2	46,2
	Título D	42	52,5	53,8	100,0
	Total	78	97,5	100,0	
Missing	Não respondeu	2	2,5		
Total		80	100,0		

**Quadro 2.4.J2** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por a) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	5	45,5	45,5	45,5
	Título D	6	54,5	54,5	100,0
	Total	11	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		11	100,0		

**Quadro 2.4.A3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando a totalidade da amostra

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	17	21,8	21,8	21,8
	Título D	61	78,2	78,2	100,0
	Total	78	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		78	100,0		

**Quadro 2.4.B3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	10	25,0	25,0	25,0
	Título D	30	75,0	75,0	100,0
	Total	40	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		40	100,0		

**Quadro 2.4.C3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	7	18,4	18,4	18,4
	Título D	31	81,6	81,6	100,0
	Total	38	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		38	100,0		

**Quadro 2.4.D3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	6	15,4	15,4	15,4
	Título D	33	84,6	84,6	100,0
	Total	39	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		39	100,0		

**Quadro 2.4.E3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	11	28,2	28,2	28,2
	Título D	28	71,8	71,8	100,0
	Total	39	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		39	100,0		

**Quadro 2.4.F3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	8	17,0	17,0	17,0
	Título D	39	83,0	83,0	100,0
	Total	47	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		47	100,0		



**Quadro 2.4.G3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	9	30,0	30,0	30,0
	Título D	21	70,0	70,0	100,0
	Total	30	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		30	100,0		

**Quadro 2.4.H3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	14	28,6	28,6	28,6
	Título D	35	71,4	71,4	100,0
	Total	49	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		49	100,0		

**Quadro 2.4.I3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	3	12,5	12,5	12,5
	Título D	21	87,5	87,5	100,0
	Total	24	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		24	100,0		

**Quadro 2.4.J3** – Tabela de frequências das respostas à questão 4, dos indivíduos que optaram por b) na questão 3, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 4**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Título C	0	0,0	0,0	100,0
	Título D	5	100,0	100,0	100,0
	Total	5	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		5	100,0		

**Quadro 2.5.A** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando a totalidade da amostra

**Questão 5**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	198	66,0	66,4	66,4
	Alínea b)	100	33,3	33,6	100,0
	Total	298	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	2	,7		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.5.B** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 5**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	58	54,2	54,2	54,2
	Alínea b)	49	45,8	45,8	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.5.C** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	140	72,5	73,3	73,3
	Alínea b)	51	26,4	26,7	100,0
	Total	191	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	2	1,0		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.5.D** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	41	48,2	48,8	48,8
	Alínea b)	43	50,6	51,2	100,0
	Total	84	98,8	100,0	
Missing	Não respondeu	1	1,2		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.5.E** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	157	73,0	73,4	73,4
	Alínea b)	57	26,5	26,6	100,0
	Total	214	99,5	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,5		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.5.F** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	86	56,2	56,6	56,6
	Alínea b)	66	43,1	43,4	100,0
	Total	152	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.5.G** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	112	76,2	76,7	76,7
	Alínea b)	34	23,1	23,3	100,0
	Total	146	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.5.H** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 5			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	119	66,5	66,9	66,9
	Alínea b)	59	33,0	33,1	100,0
	Total	178	99,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,6		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.5.I** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 5**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	69	66,3	67,0	67,0
	Alínea b)	34	32,7	33,0	100,0
	Total	103	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	1	1,0		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.5.J** – Tabela de frequências das respostas à questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 5**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	10	62,5	62,5	62,5
	Alínea b)	6	37,5	37,5	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.6.A1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando a totalidade da amostra

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	40	13,3	13,4	13,4
	Não	258	86,0	86,6	100,0
	Total	298	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	2	,7		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.6.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	19	17,8	17,8	17,8
	Não	88	82,2	82,2	100,0
	Total	107	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.6.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	21	10,9	11,0	11,0
	Não	170	88,1	89,0	100,0
	Total	191	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	2	1,0		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.6.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	16	18,8	19,0	19,0
	Não	68	80,0	81,0	100,0
	Total	84	98,8	100,0	
Missing	Não respondeu	1	1,2		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.6.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	24	11,2	11,2	11,2
	Não	190	88,4	88,8	100,0
	Total	214	99,5	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,5		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.6.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	26	17,0	17,1	17,1
	Não	126	82,4	82,9	100,0
	Total	152	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.6.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	14	9,5	9,6	9,6
	Não	132	89,8	90,4	100,0
	Total	146	99,3	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,7		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.6.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	25	14,0	14,0	14,0
	Não	153	85,5	86,0	100,0
	Total	178	99,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	,6		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.6.I1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	12	11,5	11,7	11,7
	Não	91	87,5	88,3	100,0
	Total	103	99,0	100,0	
Missing	Não respondeu	1	1,0		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.6.J1** – Tabela de frequências das respostas à questão 6, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	3	18,8	18,8	18,8
	Não	13	81,3	81,3	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		16	100,0		



**Quadro 2.6.A2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando a totalidade da amostra

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	14	7,1	7,1	7,1
	Não	184	92,9	92,9	100,0
	Total	198	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		198	100,0		

**Quadro 2.6.B2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	6	10,3	10,3	10,3
	Não	52	89,7	89,7	100,0
	Total	58	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		58	100,0		

**Quadro 2.6.C2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	8	5,7	5,7	5,7
	Não	132	94,3	94,3	100,0
	Total	140	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		140	100,0		

**Quadro 2.6.D2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	4	9,8	9,8	9,8
	Não	37	90,2	90,2	100,0
	Total	41	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		41	100,0		

**Quadro 2.6.E2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	10	6,4	6,4	6,4
	Não	147	93,6	93,6	100,0
	Total	157	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		157	100,0		

**Quadro 2.6.F2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	5	5,8	5,8	5,8
	Não	81	94,2	94,2	100,0
	Total	86	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		86	100,0		

**Quadro 2.6.G2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	9	8,0	8,0	8,0
	Não	103	92,0	92,0	100,0
	Total	112	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		112	100,0		

**Quadro 2.6.H2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	10	8,4	8,4	8,4
	Não	109	91,6	91,6	100,0
	Total	119	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		119	100,0		

**Quadro 2.6.I2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	4	5,8	5,8	5,8
	Não	65	94,2	94,2	100,0
	Total	69	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		69	100,0		

**Quadro 2.6.J2** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por a) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	0	0,0	0,0	0,0
	Não	10	100,0	100,0	100,0
	Total	10	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		10	100,0		

**Quadro 2.6.A3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando a totalidade da amostra

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	26	26,0	26,0	26,0
	Não	74	74,0	74,0	100,0
	Total	100	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		100	100,0		

**Quadro 2.6.B3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	13	26,5	26,5	26,5
	Não	36	73,5	73,5	100,0
	Total	49	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		49	100,0		

**Quadro 2.6.C3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	13	25,5	25,5	25,5
	Não	38	74,5	74,5	100,0
	Total	51	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		51	100,0		

**Quadro 2.6.D3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	12	27,9	27,9	27,9
	Não	31	72,1	72,1	100,0
	Total	43	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		43	100,0		

**Quadro 2.6.E3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	14	24,6	24,6	24,6
	Não	43	75,4	75,4	100,0
	Total	57	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		57	100,0		

**Quadro 2.6.F3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	21	32,3	32,3	32,3
	Não	44	67,7	67,7	100,0
	Total	65	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		65	100,0		

**Quadro 2.6.G3**– Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	5	14,7	14,7	14,7
	Não	29	85,3	85,3	100,0
	Total	34	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		34	100,0		

**Quadro 2.6.H3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 6			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	15	25,4	25,4	25,4
	Não	44	74,6	74,6	100,0
	Total	59	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		59	100,0		

**Quadro 2.6.I3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	8	23,5	23,5	23,5
	Não	26	76,5	76,5	100,0
	Total	34	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		34	100,0		

**Quadro 2.6.J3** – Tabela de frequências das respostas à questão 6 dos indivíduos que optaram por b) na questão 5, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 6**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Sim	3	50,0	50,0	50,0
	Não	3	50,0	50,0	100,0
	Total	6	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		6	100,0		

**Quadro 2.7.A** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando a totalidade da amostra

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	5	1,7	2,4	2,4
	Alínea b)	102	34,0	49,3	51,7
	Alínea c)	76	25,3	36,7	88,4
	Alínea d)	24	8,0	11,6	100,0
	Total	207	69,0	100,0	
Missing	Não aplicável	90	30,0		
	Não respondeu	3	1,0		
	Total	93	31,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.7.B** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	3	2,8	3,8	3,8
	Alínea b)	37	34,6	47,4	51,3
	Alínea c)	33	30,8	42,3	93,6
	Alínea d)	5	4,7	6,4	100,0
	Total	78	72,9	100,0	
Missing	Não aplicável	27	25,2		
	Não respondeu	2	1,9		
	Total	29	27,1		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.7.C** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	1,0	1,6	1,6
	Alínea b)	65	33,7	50,4	51,9
	Alínea c)	43	22,3	33,3	85,3
	Alínea d)	19	9,8	14,7	100,0
	Total	129	66,8	100,0	
Missing	Não aplicável	63	32,6		
	Não respondeu	1	,5		
	Total	64	33,2		
Total		193	100,0		



**Quadro 2.7.D** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	5	5,9	6,1	6,1
	Alínea b)	40	47,1	48,8	54,9
	Alínea c)	22	25,9	26,8	81,7
	Alínea d)	15	17,6	18,3	100,0
	Total	82	96,5	100,0	
Missing	Não aplicável	2	2,4		
	Não respondeu	1	1,2		
	Total	3	3,5		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.7.E** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	0	0,0	0,0	0,0
	Alínea b)	62	28,8	49,6	49,6
	Alínea c)	54	25,1	43,2	92,8
	Alínea d)	9	4,2	7,2	100,0
	Total	125	58,1	100,0	
Missing	Não aplicável	88	40,9		
	Não respondeu	2	0,9		
	Total	90	41,9		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.7.F** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 7			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	1,3	1,9	1,9
	Alínea b)	48	31,4	44,9	46,7
	Alínea c)	40	26,1	37,4	84,1
	Alínea d)	17	11,1	15,9	100,0
	Total	107	69,9	100,0	
Missing	Não aplicável	44	28,8		
	Não respondeu	2	1,3		
	Total	46	30,1		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.7.G** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 7			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	3	2,0	3,0	3,0
	Alínea b)	54	36,7	54,0	57,0
	Alínea c)	36	24,5	36,0	93,0
	Alínea d)	7	4,8	7,0	100,0
	Total	100	68,0	100,0	
Missing	Não aplicável	46	31,3		
	Não respondeu	1	,7		
	Total	47	32,0		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.7.H** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	1,1	1,7	1,7
	Alínea b)	65	36,3	56,0	57,8
	Alínea c)	44	24,6	37,9	95,7
	Alínea d)	5	2,8	4,3	100,0
	Total	116	64,8	100,0	
Missing	Não aplicável	61	34,1		
	Não respondeu	2	1,1		
	Total	63	35,2		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.7.I** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	1,9	2,5	2,5
	Alínea b)	31	29,8	39,2	41,8
	Alínea c)	31	29,8	39,2	81,0
	Alínea d)	15	14,4	19,0	100,0
	Total	79	76,0	100,0	
Missing	Não aplicável	24	23,1		
	Não respondeu	1	1,0		
	Total	25	24,0		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.7.J** – Tabela de frequências das respostas à questão 7, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		Questão 7			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	1	6,3	9,1	9,1
	Alínea b)	5	31,3	45,5	54,5
	Alínea c)	1	6,3	9,1	63,6
	Alínea d)	4	25,0	36,4	100,0
	Total	11	68,8	100,0	
Missing	Não aplicável	5	31,3		
	Não respondeu	0	0,0		
	Total	5	31,3		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.7.A1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando a totalidade da amostra.

		Questão 7			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	5	3,7	4,1	4,1
	Alínea b)	61	45,5	50,4	54,5
	Alínea c)	42	31,3	34,7	89,3
	Alínea d)	13	9,7	10,7	100,0
	Total	121	90,3	100,0	
Missing	Não aplicável	11	8,2		
	Não respondeu	2	1,5		
	Total	13	9,7		
Total		134	100,0		

**Quadro 2.7.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	3	5,9	6,5	6,5
	Alínea b)	17	33,3	37,0	43,5
	Alínea c)	22	43,1	47,8	91,3
	Alínea d)	4	7,8	8,7	100,0
	Total	46	90,2	100,0	
Missing	Não aplicável	4	7,8		
	Não respondeu	1	2,0		
	Total	5	9,8		
Total		51	100,0		

**Quadro 2.7.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	2,4	2,7	2,7
	Alínea b)	44	53,0	58,7	61,3
	Alínea c)	20	24,1	26,7	88,0
	Alínea d)	9	10,8	12,0	100,0
	Total	75	90,4	100,0	
Missing	Não aplicável	7	8,4		
	Não respondeu	1	1,2		
	Total	8	9,6		
Total		83	100,0		

**Quadro 2.7.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos que investem na bolsa

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	5	8,6	9,1	9,1
	Alínea b)	24	41,4	43,6	52,7
	Alínea c)	15	25,9	27,3	80,0
	Alínea d)	11	19,0	20,0	100,0
	Total	55	94,8	100,0	
Missing	Não aplicável	2	3,4		
	Não respondeu	1	1,7		
	Total	3	5,2		
Total		58	100,0		

**Quadro 2.7.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos que não investem na bolsa

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea b)	37	48,7	56,1	56,1
	Alínea c)	27	35,5	40,9	97,0
	Alínea d)	2	2,6	3,0	100,0
	Total	66	86,8	100,0	
Missing	Não aplicável	9	11,8		
	Não respondeu	1	1,3		
	Total	10	13,2		
Total		76	100,0		

**Quadro 2.7.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos do sexo masculino

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	2,9	3,1	3,1
	Alínea b)	29	41,4	44,6	47,7
	Alínea c)	24	34,3	36,9	84,6
	Alínea d)	10	14,3	15,4	100,0
	Total	65	92,9	100,0	
Missing	Não aplicável	3	4,3		
	Não respondeu	2	2,9		
	Total	5	7,1		
Total		70	100,0		

**Quadro 2.7.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos do sexo feminino

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	3	4,7	5,4	5,4
	Alínea b)	32	50,0	57,1	62,5
	Alínea c)	18	28,1	32,1	94,6
	Alínea d)	3	4,7	5,4	100,0
	Total	56	87,5	100,0	
Missing	Não aplicável	8	12,5		
Total		64	100,0		

**Quadro 2.7.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	2,8	3,2	3,2
	Alínea b)	36	50,0	57,1	60,3
	Alínea c)	22	30,6	34,9	95,2
	Alínea d)	3	4,2	4,8	100,0
	Total	63	87,5	100,0	
Missing	Não aplicável	8	11,1		
	Não respondeu	1	1,4		
	Total	9	12,5		
Total		72	100,0		

**Quadro 2.7.I1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	2	4,3	4,5	4,5
	Alínea b)	20	42,6	45,5	50,0
	Alínea c)	17	36,2	38,6	88,6
	Alínea d)	5	10,6	11,4	100,0
	Total	44	93,6	100,0	
Missing	Não aplicável	2	4,3		
	Não respondeu	1	2,1		
	Total	3	6,4		
Total		47	100,0		



**Quadro 2.7.J1** – Tabela de frequências das respostas à questão 7 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional, considerando os indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Alínea a)	1	10,0	10,0	10,0
	Alínea b)	4	40,0	40,0	50,0
	Alínea c)	1	10,0	10,0	60,0
	Alínea d)	4	40,0	40,0	100,0
	Total	10	100,0	100,0	

**Quadro 2.8.A1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando a totalidade da amostra

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	10	3,3	9,0	9,0
	b) Uma vez por semana	18	6,0	16,2	25,2
	c) Mensalmente	23	7,7	20,7	45,9
	d) Várias vezes por mês	15	5,0	13,5	59,5
	e) Trimestralmente	18	6,0	16,2	75,7
	f) Semestralmente	12	4,0	10,8	86,5
	g) Anualmente	9	3,0	8,1	94,6
	Outra	6	2,0	5,4	100,0
	Total	111	37,0	100,0	
Missing	Não aplicável	183	61,0		
	Não respondeu	6	2,0		
	Total	189	63,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.8.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por h), considerando a totalidade da amostra

**Questão 8 - outra**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Diariamente	1	,3	16,7	16,7
	Várias vezes ao dia	1	,3	16,7	33,3
	Sem periodicidade definida	4	1,3	66,7	100,0
	Total	6	2,0	100,0	
Missing	Não aplicável	294	98,0		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.8.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	2,8	7,0	7,0
	b) Uma vez por semana	8	7,5	18,6	25,6
	c) Mensalmente	10	9,3	23,3	48,8
	d) Várias vezes por mês	5	4,7	11,6	60,5
	e) Trimestralmente	8	7,5	18,6	79,1
	f) Semestralmente	4	3,7	9,3	88,4
	g) Anualmente	1	,9	2,3	90,7
	Outra	4	3,7	9,3	100,0
	Total	43	40,2	100,0	
Missing	Não aplicável	62	57,9		
	Não respondeu	2	1,9		
	Total	64	59,8		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.8.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	7	3,6	10,3	10,3
	b) Uma vez por semana	10	5,2	14,7	25,0
	c) Mensalmente	13	6,7	19,1	44,1
	d) Várias vezes por mês	10	5,2	14,7	58,8
	e) Trimestralmente	10	5,2	14,7	73,5
	f) Semestralmente	8	4,1	11,8	85,3
	g) Anualmente	8	4,1	11,8	97,1
	Outra	2	1,0	2,9	100,0
	Total	68	35,2	100,0	
Missing	Não aplicável	121	62,7		
	Não respondeu	4	2,1		
	Total	125	64,8		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.8.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	7	8,2	9,7	9,7
	b) Uma vez por semana	11	12,9	15,3	25,0
	c) Mensalmente	13	15,3	18,1	43,1
	d) Várias vezes por mês	12	14,1	16,7	59,7
	e) Trimestralmente	11	12,9	15,3	75,0
	f) Semestralmente	7	8,2	9,7	84,7
	g) Anualmente	5	5,9	6,9	91,7
	Outra	6	7,1	8,3	100,0
	Total	72	84,7	100,0	
Missing	Não aplicável	13	15,3		
	Não respondeu	0	0,0		
	Total	13	15,3		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.8.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	1,4	7,7	7,7
	b) Uma vez por semana	7	3,3	17,9	25,6
	c) Mensalmente	10	4,7	25,6	51,3
	d) Várias vezes por mês	3	1,4	7,7	59,0
	e) Trimestralmente	7	3,3	17,9	76,9
	f) Semestralmente	5	2,3	12,8	89,7
	g) Anualmente	4	1,9	10,3	100,0
	Outra	0	0,0	0,0	100,0
	Total	39	18,1	100,0	
Missing	Não aplicável	170	79,1		
	Não respondeu	6	2,8		
	Total	176	81,9		
Total	215	100,0			

**Quadro 2.8.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	6	3,9	9,0	9,0
	b) Uma vez por semana	7	4,6	10,4	19,4
	c) Mensalmente	13	8,5	19,4	38,8
	d) Várias vezes por mês	8	5,2	11,9	50,7
	e) Trimestralmente	13	8,5	19,4	70,1
	f) Semestralmente	8	5,2	11,9	82,1
	g) Anualmente	6	3,9	9,0	91,0
	Outra	6	3,9	9,0	100,0
	Total	67	43,8	100,0	
Missing	Não aplicável	83	54,2		
	Não respondeu	3	2,0		
	Total	86	56,2		
Total	153	100,0			

**Quadro 2.8.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	4	2,7	9,1	9,1
	b) Uma vez por semana	11	7,5	25,0	34,1
	c) Mensalmente	10	6,8	22,7	56,8
	d) Várias vezes por mês	7	4,8	15,9	72,7
	e) Trimestralmente	5	3,4	11,4	84,1
	f) Semestralmente	4	2,7	9,1	93,2
	g) Anualmente	3	2,0	6,8	100,0
	Outra	0	0,0	0,0	100,0
	Total	44	29,9	100,0	
Missing	Não aplicável	100	68,0		
	Não respondeu	3	2,0		
	Total	103	70,1		
Total	147	100,0			

**Quadro 2.8.II** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	7	3,9	13,5	13,5
	b) Uma vez por semana	9	5,0	17,3	30,8
	c) Mensalmente	10	5,6	19,2	50,0
	d) Várias vezes por mês	9	5,0	17,3	67,3
	e) Trimestralmente	9	5,0	17,3	84,6
	f) Semestralmente	5	2,8	9,6	94,2
	g) Anualmente	1	,6	1,9	96,2
	Outra	2	1,1	3,8	100,0
	Total	52	29,1	100,0	
Missing	Não aplicável	124	69,3		
	Não respondeu	3	1,7		
	Total	127	70,9		
Total	179	100,0			

**Quadro 2.8.J1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	2,9	6,3	6,3
	b) Uma vez por semana	8	7,7	16,7	22,9
	c) Mensalmente	9	8,7	18,8	41,7
	d) Várias vezes por mês	6	5,8	12,5	54,2
	e) Trimestralmente	6	5,8	12,5	66,7
	f) Semestralmente	7	6,7	14,6	81,3
	g) Anualmente	6	5,8	12,5	93,8
	Outra	3	2,9	6,3	100,0
	Total	48	46,2	100,0	
	Missing	Não aplicável	53	51,0	
Não respondeu		3	2,9		
Total		56	53,8		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.8.L1** – Tabela de frequências das respostas à questão 8, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	0	0,0	0,0	0,0
	b) Uma vez por semana	1	6,3	9,1	9,1
	c) Mensalmente	4	25,0	36,4	45,5
	d) Várias vezes por mês	0	0,0	0,0	45,5
	e) Trimestralmente	3	18,8	27,3	72,7
	f) Semestralmente	0	0,0	0,0	72,7
	g) Anualmente	2	12,5	18,2	90,9
	Outra	1	6,3	9,1	100,0
	Total	11	68,8	100,0	
Missing	Não aplicável	5	31,3		
	Não respondeu	0	0,0		
	Total	5	31,3		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.8.A2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando a totalidade da amostra

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	7	5,6	9,6	9,6
	b) Uma vez por semana	9	7,1	12,3	21,9
	c) Mensalmente	18	14,3	24,7	46,6
	d) Várias vezes por mês	12	9,5	16,4	63,0
	e) Trimestralmente	11	8,7	15,1	78,1
	f) Semestralmente	7	5,6	9,6	87,7
	g) Anualmente	6	4,8	8,2	95,9
	Outra	3	2,4	4,1	100,0
	Total	73	57,9	100,0	
Missing	Não aplicável	50	39,7		
	Não respondeu	3	2,4		
	Total	53	42,1		
<b>Total</b>		<b>126</b>	<b>100,0</b>		

**Quadro 2.8.B2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com formação na área financeira e afins

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	2	4,9	7,7	7,7
	b) Uma vez por semana	4	9,8	15,4	23,1
	c) Mensalmente	7	17,1	26,9	50,0
	d) Várias vezes por mês	4	9,8	15,4	65,4
	e) Trimestralmente	4	9,8	15,4	80,8
	f) Semestralmente	2	4,9	7,7	88,5
	g) Anualmente	1	2,4	3,8	92,3
	Outra	2	4,9	7,7	100,0
	Total	26	63,4	100,0	
Missing	Não aplicável	15	36,6		
<b>Total</b>		<b>41</b>	<b>100,0</b>		

**Quadro 2.8.C2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

Questão 8					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	5	5,9	10,6	10,6
	b) Uma vez por semana	5	5,9	10,6	21,3
	c) Mensalmente	11	12,9	23,4	44,7
	d) Várias vezes por mês	8	9,4	17,0	61,7
	e) Trimestralmente	7	8,2	14,9	76,6
	f) Semestralmente	5	5,9	10,6	87,2
	g) Anualmente	5	5,9	10,6	97,9
	Outra	1	1,2	2,1	100,0
	Total	47	55,3	100,0	
Missing	Não aplicável	35	41,2		
	Não respondeu	3	3,5		
	Total	38	44,7		
Total	85	100,0			

**Quadro 2.8.D2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos que investem na bolsa

Questão 8					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	5	9,1	9,4	9,4
	b) Uma vez por semana	7	12,7	13,2	22,6
	c) Mensalmente	11	20,0	20,8	43,4
	d) Várias vezes por mês	10	18,2	18,9	62,3
	e) Trimestralmente	8	14,5	15,1	77,4
	f) Semestralmente	5	9,1	9,4	86,8
	g) Anualmente	4	7,3	7,5	94,3
	Outra	3	5,5	5,7	100,0
	Total	53	96,4	100,0	
Missing	Não aplicável	2	3,6		
Total	55	100,0			



**Quadro 2.8.E2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos que não investem na bolsa

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	2	2,8	10,0	10,0
	b) Uma vez por semana	2	2,8	10,0	20,0
	c) Mensalmente	7	9,9	35,0	55,0
	d) Várias vezes por mês	2	2,8	10,0	65,0
	e) Trimestralmente	3	4,2	15,0	80,0
	f) Semestralmente	2	2,8	10,0	90,0
	g) Anualmente	2	2,8	10,0	100,0
	Total	20	28,2	100,0	
Missing	Não aplicável	48	67,6		
	Não respondeu	3	4,2		
	Total	51	71,8		
Total	71	100,0			

**Quadro 2.8.F2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos do sexo masculino

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	4	6,2	8,7	8,7
	b) Uma vez por semana	5	7,7	10,9	19,6
	c) Mensalmente	10	15,4	21,7	41,3
	d) Várias vezes por mês	7	10,8	15,2	56,5
	e) Trimestralmente	8	12,3	17,4	73,9
	f) Semestralmente	6	9,2	13,0	87,0
	g) Anualmente	3	4,6	6,5	93,5
	Outra	3	4,6	6,5	100,0
Total	46	70,8	100,0		
Missing	Não aplicável	17	26,2		
	Não respondeu	2	3,1		
	Total	19	29,2		
Total	65	100,0			

**Quadro 2.8.G2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos do sexo feminino

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	4,9	11,1	11,1
	b) Uma vez por semana	4	6,6	14,8	25,9
	c) Mensalmente	8	13,1	29,6	55,6
	d) Várias vezes por mês	5	8,2	18,5	74,1
	e) Trimestralmente	3	4,9	11,1	85,2
	f) Semestralmente	1	1,6	3,7	88,9
	g) Anualmente	3	4,9	11,1	100,0
	Total	27	44,3	100,0	
Missing	Não aplicável	33	54,1		
	Não respondeu	1	1,6		
	Total	34	55,7		
Total	61	100,0			

**Quadro 2.8.H2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

		Questão 8			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	6	8,6	17,6	17,6
	b) Uma vez por semana	5	7,1	14,7	32,4
	c) Mensalmente	8	11,4	23,5	55,9
	d) Várias vezes por mês	6	8,6	17,6	73,5
	e) Trimestralmente	5	7,1	14,7	88,2
	f) Semestralmente	2	2,9	5,9	94,1
	g) Anualmente	1	1,4	2,9	97,1
	Outra	1	1,4	2,9	100,0
	Total	34	48,6	100,0	
Missing	Não aplicável	35	50,0		
	Não respondeu	1	1,4		
	Total	36	51,4		
Total	70	100,0			

**Quadro 2.8.I2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	1	2,2	3,2	3,2
	b) Uma vez por semana	3	6,5	9,7	12,9
	c) Mensalmente	7	15,2	22,6	35,5
	d) Várias vezes por mês	6	13,0	19,4	54,8
	e) Trimestralmente	4	8,7	12,9	67,7
	f) Semestralmente	5	10,9	16,1	83,9
	g) Anualmente	4	8,7	12,9	96,8
	Outra	1	2,2	3,2	100,0
	Total	31	67,4	100,0	
Missing	Não aplicável	13	28,3		
	Não respondeu	2	4,3		
	Total	15	32,6		
Total		46	100,0		

**Quadro 2.8.I2** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idade superior a 56 anos

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	b) Uma vez por semana	1	11,1	12,5	12,5
	c) Mensalmente	3	33,3	37,5	50,0
	e) Trimestralmente	2	22,2	25,0	75,0
	g) Anualmente	1	11,1	12,5	87,5
	Outra	1	11,1	12,5	100,0
	Total	8	88,9	100,0	
Missing	Não aplicável	1	11,1		
Total		9	100,0		

**Quadro 2.8.A3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando a totalidade da amostra

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	5	6,8	10,6	10,6
	b) Uma vez por semana	3	4,1	6,4	17,0
	c) Mensalmente	13	17,6	27,7	44,7
	d) Várias vezes por mês	8	10,8	17,0	61,7
	e) Trimestralmente	9	12,2	19,1	80,9
	f) Semestralmente	4	5,4	8,5	89,4
	g) Anualmente	4	5,4	8,5	97,9
	Outra	1	1,4	2,1	100,0
	Total	47	63,5	100,0	
Missing	Não aplicável	25	33,8		
	Não respondeu	2	2,7		
	Total	27	36,5		
Total		74	100,0		

**Quadro 2.8.B3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com formação na área financeira

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	1	4,8	8,3	8,3
	b) Uma vez por semana	2	9,5	16,7	25,0
	c) Mensalmente	4	19,0	33,3	58,3
	d) Várias vezes por mês	1	4,8	8,3	66,7
	e) Trimestralmente	3	14,3	25,0	91,7
	g) Anualmente	1	4,8	8,3	100,0
	Total	12	57,1	100,0	
Missing	Não aplicável	9	42,9		
Total		21	100,0		

**Quadro 2.8.C3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	4	7,5	11,4	11,4
	b) Uma vez por semana	1	1,9	2,9	14,3
	c) Mensalmente	9	17,0	25,7	40,0
	d) Várias vezes por mês	7	13,2	20,0	60,0
	e) Trimestralmente	6	11,3	17,1	77,1
	f) Semestralmente	4	7,5	11,4	88,6
	g) Anualmente	3	5,7	8,6	97,1
	Outra	1	1,9	2,9	100,0
	Total	35	66,0	100,0	
Missing	Não aplicável	16	30,2		
	Não respondeu	2	3,8		
	Total	18	34,0		
Total		53	100,0		

**Quadro 2.8.D3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos que investe na bolsa

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	8,6	8,8	8,8
	b) Uma vez por semana	3	8,6	8,8	17,6
	c) Mensalmente	8	22,9	23,5	41,2
	d) Várias vezes por mês	8	22,9	23,5	64,7
	e) Trimestralmente	6	17,1	17,6	82,4
	f) Semestralmente	2	5,7	5,9	88,2
	g) Anualmente	3	8,6	8,8	97,1
	Outra	1	2,9	2,9	100,0
	Total	34	97,1	100,0	
Missing	Não aplicável	1	2,9		
Total		35	100,0		

**Quadro 2.8.E3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos que não investe na bolsa

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	2	5,1	15,4	15,4
	c) Mensalmente	5	12,8	38,5	53,8
	e) Trimestralmente	3	7,7	23,1	76,9
	f) Semestralmente	2	5,1	15,4	92,3
	g) Anualmente	1	2,6	7,7	100,0
	Total	13	33,3	100,0	
	Missing	Não aplicável	24	61,5	
Não respondeu		2	5,1		
Total		26	66,7		
Total	39	100,0			

**Quadro 2.8.F3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos do sexo masculino

		<b>Questão 8</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	3	7,7	10,3	10,3
	b) Uma vez por semana	2	5,1	6,9	17,2
	c) Mensalmente	7	17,9	24,1	41,4
	d) Várias vezes por mês	4	10,3	13,8	55,2
	e) Trimestralmente	6	15,4	20,7	75,9
	f) Semestralmente	3	7,7	10,3	86,2
	g) Anualmente	3	7,7	10,3	96,6
	Outra	1	2,6	3,4	100,0
	Total	29	74,4	100,0	
Missing	Não aplicável	9	23,1		
	Não respondeu	1	2,6		
	Total	10	25,6		
Total	39	100,0			

**Quadro 2.8.G3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos do sexo feminino

Questão 8					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	2	5,7	11,1	11,1
	b) Uma vez por semana	1	2,9	5,6	16,7
	c) Mensalmente	6	17,1	33,3	50,0
	d) Várias vezes por mês	4	11,4	22,2	72,2
	e) Trimestralmente	3	8,6	16,7	88,9
	f) Semestralmente	1	2,9	5,6	94,4
	g) Anualmente	1	2,9	5,6	100,0
	Total	18	51,4	100,0	
Missing	Não aplicável	16	45,7		
	Não respondeu	1	2,9		
	Total	17	48,6		
Total	35	100,0			

**Quadro 2.8.H3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

Questão 8					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	a) Várias vezes por semana	5	12,8	23,8	23,8
	b) Uma vez por semana	1	2,6	4,8	28,6
	c) Mensalmente	6	15,4	28,6	57,1
	d) Várias vezes por mês	3	7,7	14,3	71,4
	e) Trimestralmente	5	12,8	23,8	95,2
	g) Anualmente	1	2,6	4,8	100,0
	Total	21	53,8	100,0	
Missing	Não aplicável	17	43,6		
	Não respondeu	1	2,6		
	Total	18	46,2		
Total	39	100,0			

**Quadro 2.8.I3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	b) Uma vez por semana	1	3,7	5,6	5,6
	c) Mensalmente	4	14,8	22,2	27,8
	d) Várias vezes por mês	5	18,5	27,8	55,6
	e) Trimestralmente	2	7,4	11,1	66,7
	f) Semestralmente	4	14,8	22,2	88,9
	g) Anualmente	2	7,4	11,1	100,0
	Total	18	66,7	100,0	
Missing	Não aplicável	8	29,6		
	Não respondeu	1	3,7		
	Total	9	33,3		
Total		27	100,0		

**Quadro 2.8.J3** – Tabela de frequências das respostas à questão 8 dos indivíduos que optaram na questão 1.12 pelas opções gestor de conta bancário ou gestor de títulos profissional e por b) ou d) na questão 7, considerando os indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	b) Uma vez por semana	1	12,5	12,5	12,5
	c) Mensalmente	3	37,5	37,5	50,0
	e) Trimestralmente	2	25,0	25,0	75,0
	g) Anualmente	1	12,5	12,5	87,5
	Outra	1	12,5	12,5	100,0
	Total	8	100,0	100,0	



**Quadro 2.9.A** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando a totalidade da amostra

		<b>Questão 9</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	107	35,7	37,0	37,0
	Carteira B	52	17,3	18,0	55,0
	Indiferente	77	25,7	26,6	81,7
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	53	17,7	18,3	100,0
	Total	289	96,3	100,0	
Missing	Não respondeu	11	3,7		
Total		300	100,0		

**Quadro 2.9.B** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

		<b>Questão 9</b>			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	37	34,6	36,3	36,3
	Carteira B	19	17,8	18,6	54,9
	Indiferente	32	29,9	31,4	86,3
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	14	13,1	13,7	100,0
	Total	102	95,3	100,0	
Missing	Não respondeu	5	4,7		
Total		107	100,0		

**Quadro 2.9.C** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	70	36,3	37,4	37,4
	Carteira B	33	17,1	17,6	55,1
	Indiferente	45	23,3	24,1	79,1
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	39	20,2	20,9	100,0
	Total	187	96,9	100,0	
Missing	Não respondeu	6	3,1		
Total		193	100,0		

**Quadro 2.9.D** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos que investe na bolsa de valores

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	36	42,4	43,9	43,9
	Carteira B	13	15,3	15,9	59,8
	Indiferente	24	28,2	29,3	89,0
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	9	10,6	11,0	100,0
	Total	82	96,5	100,0	
Missing	Não respondeu	3	3,5		
Total		85	100,0		

**Quadro 2.9.E** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos que não investe na bolsa de valores

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	71	33,0	34,3	34,3
	Carteira B	39	18,1	18,8	53,1
	Indiferente	53	24,7	25,6	78,7
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	44	20,5	21,3	100,0
	Total	207	96,3	100,0	
Missing	Não respondeu	8	3,7		
Total		215	100,0		

**Quadro 2.9.F** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	61	39,9	42,1	42,1
	Carteira B	29	19,0	20,0	62,1
	Indiferente	35	22,9	24,1	86,2
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	20	13,1	13,8	100,0
	Total	145	94,8	100,0	
Missing	Não respondeu	8	5,2		
Total		153	100,0		

**Quadro 2.9.G** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	46	31,3	31,9	31,9
	Carteira B	23	15,6	16,0	47,9
	Indiferente	42	28,6	29,2	77,1
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	33	22,4	22,9	100,0
	Total	144	98,0	100,0	
Missing	Não respondeu	3	2,0		
Total		147	100,0		

**Quadro 2.9.H** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	62	34,6	36,3	36,3
	Carteira B	36	20,1	21,1	57,3
	Indiferente	45	25,1	26,3	83,6
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	28	15,6	16,4	100,0
	Total	171	95,5	100,0	
Missing	Não respondeu	8	4,5		
Total		179	100,0		

**Quadro 2.9.I** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	37	35,6	36,6	36,6
	Carteira B	11	10,6	10,9	47,5
	Indiferente	32	30,8	31,7	79,2
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	21	20,2	20,8	100,0
	Total	101	97,1	100,0	
Missing	Não respondeu	3	2,9		
Total		104	100,0		

**Quadro 2.9.J** – Tabela de frequências das respostas à questão 9, considerando o grupo de indivíduos com idade superior a 56 anos

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	8	50,0	50,0	50,0
	Carteira B	5	31,3	31,3	81,3
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	3	18,8	18,8	100,0
	Total	16	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
	Total	0	0,0		
Total		16	100,0		

**Quadro 2.9.A1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando a totalidade da amostra

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	12	42,9	44,4	44,4
	Carteira B	7	25,0	25,9	70,4
	Indiferente	6	21,4	22,2	92,6
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	2	7,1	7,4	100,0
	Total	27	96,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	3,6		
Total		28	100,0		

**Quadro 2.9.B1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos com formação na área financeira e afins

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	3	30,0	30,0	30,0
	Carteira B	4	40,0	40,0	70,0
	Indiferente	1	10,0	10,0	80,0
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	2	20,0	20,0	100,0
	Total	10	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		10	100,0		

**Quadro 2.9.C1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos com formação em diversas áreas científicas, distintas da anterior, ou sem formação de nível superior

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	9	50,0	52,9	52,9
	Carteira B	3	16,7	17,6	70,6
	Indiferente	5	27,8	29,4	100,0
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	0	0,0	0,0	
	Total	17	94,4	100,0	
Missing	Não respondeu	1	5,6		
Total		18	100,0		

**Quadro 2.9.D1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos que investem na bolsa de valores

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	6	54,5	54,5	54,5
	Carteira B	1	9,1	9,1	63,6
	Indiferente	3	27,3	27,3	90,9
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	1	9,1	9,1	100,0
	Total	11	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		11	100,0		

**Quadro 2.9.E1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos que não investem na bolsa de valores

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	6	35,3	37,5	37,5
	Carteira B	6	35,3	37,5	75,0
	Indiferente	3	17,6	18,8	93,8
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	1	5,9	6,3	100,0
	Total	16	94,1	100,0	
Missing	Não respondeu	1	5,9		
Total		17	100,0		

**Quadro 2.9.F1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos do sexo masculino

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	8	50,0	53,3	53,3
	Carteira B	3	18,8	20,0	73,3
	Indiferente	3	18,8	20,0	93,3
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	1	6,3	6,7	100,0
	Total	15	93,8	100,0	
Missing	Não respondeu	1	6,3		
Total		16	100,0		



**Quadro 2.9.G1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos do sexo feminino

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	4	33,3	33,3	33,3
	Carteira B	4	33,3	33,3	66,7
	Indiferente	3	25,0	25,0	91,7
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	1	8,3	8,3	100,0
	Total	12	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		12	100,0		

**Quadro 2.9.H1** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 18 e os 35 anos

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	8	42,1	44,4	44,4
	Carteira B	5	26,3	27,8	72,2
	Indiferente	4	21,1	22,2	94,4
	Nenhuma das hipóteses apresentadas	1	5,3	5,6	100,0
	Total	18	94,7	100,0	
Missing	Não respondeu	1	5,3		
Total		19	100,0		

**Quadro 2.9.II** – Tabela de frequências das respostas à questão 9 dos indivíduos que optaram por b) na questão 1 e por a) na questão 2, considerando o grupo de indivíduos com idades compreendidas entre os 36 e os 55 anos

**Questão 9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Carteira A	4	44,4	44,4	44,4
	Carteira B	2	22,2	22,2	66,7
	Indiferente	2	22,2	22,2	88,9
	nenhuma das hipóteses apresentadas	1	11,1	11,1	100,0
	Total	9	100,0	100,0	
Missing	Não respondeu	0	0,0		
Total		9	100,0		

## Bibliografia

- Ahearne, A., Grier, W. e Warnock, F., 2001, "Information Costs and Home Bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities", *International Finance Discussion Papers*, n.º 691.
- Barberis, N., Huang, M. e Santos, T., 2001, "Prospect Theory and Asset Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVI, Fevereiro 2001, Cap. 1., 1-53.
- Barberis, N. e Thaler, R., 2002, "A Survey of behavioral finance", *Nathional Bureau of Ressearch (NBER)*.
- Barberis, N., Shleifer, A. e Vishny, R., 1998, "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Chen, N., Roll, R., e Ross, S., 1986, "Economic Forces and the Stock Market", *Journal of Business*, 59, 383-404.
- Chip, H. e Tversky, A., 1991, "Preferences and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty", *Jourbak of Risk and Uncertainty*, 4:5 – 28.
- CMVM, 2005, 2º Inquérito sobre o Perfil do Investidor Português On-Line.
- DeBondt, W. e Thaler, R., 1985, "Does the Stock Market Overreact", *The Journal of Finance*, vol.40 nº 3, 793-805.
- DeBondt, W. e Thaler, R., 1987, "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality", *Journal of Finance* 42, 557-581.
- DeBondt, W. e Thaler, R., 1989, "A mean reverting walk down Wall Street", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n.º 1, 189-202.
- DeBondt, W, e Thaler, R., 1990, "Do security analysis overreact?", *American Economic Review* 80, n.º2, 52-57.
- DeBondt, W., 1998, "A portrait of individual investor", *European Economic Review*, 42, n.º 3-5, 831-844.
- Easterwood, J. e 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. e French, K., 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fernandes, C., 2001, "A teoria financeira tradicional e a psicologia dos investidores: um teste ao pressuposto da racionalidade", *Dissertação de Mestrado*.
- French, K. e Poterba, J., 1991 "Investor Diversification And International Equity Markets," *American Economic Review*, Vol. 81, n.º 2, 222-226.

- Hirshleifer, D., 2001, “Investor psychology and asset pricing”, *Journal of Finance* 56, n° 4, 1533-1597.
- Huberman, G., 2001, “Familiarity Breeds Investment”, *The Review of Financial Studies*, vol. 14, 659-680.
- Kahneman, D. e Tversky, A., 1974, “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27, 1974), 1124-1131.
- Kahneman, D. e Tversky, A., 1979, “Prospect theory: an analysis of decision under risk”, *Econometrica* 47, 263–291.
- Kahneman, D. e Tversky, A., 1986, “Rational Choice and the Framing of Decisions”, *The Journal of Business*, vol. 59, n.º 4, Parte 2, S251-S278.
- Koss, J. e Clarke, V., 2001, “Is optimistic bias influenced by control or delay?”, *Oxford Journal*, vol. 6, cap. 5, 533-540.
- Lintner, J. 1965, “The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets”, *Review of Economics and Statistics*, Vol.47, 13-37.
- Markowitz, H., 1952, “The utility of wealth”, *Journal of Political Economy*, 60, pp.151-158.
- Morse, A., Shive, S., 2006, “Patriotism in your portfolio”, Working Paper, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=406200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=406200)
- Mossin, J., 1966, “Equilibrium in a Capital Market”, *Econometrica*, Vol.34, pp.768-783.
- Odean, T., 1998, “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses”, *The Journal of Finance*, vol. III, n.º 5, 1775-1798.
- Roll, R., 1977, “A critique of the asset pricing theory’s tests Part I: On past and potential testability of the theory”, *Journal of Financial Economics*, vol. 4, n.º2, 129-176.
- Ross, S., 1976, “The Arbitrage Theory of Capital Market Asset Pricing”, *Journal of Economic Theory*, Vol.13, 341-360.
- Sharpe, W., 1964, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, Vol.19, 425-442.
- Shefrin, H., 2000, “Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing”, Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. e Statman, M., 1984, “Explaining investor preference for cash dividends”, *Journal of Financial Economics* 13, 253–282.
- Shefrin, H. e Statman, M., 1986, “How not to make money in the stock market”, *Psychology Today* 20, n.º 2, 52-57.
- Shefrin, H. e Statman, M., 1995, “Making sense of beta, size, and book-to-market”, *Journal of Portfolio Management* 21, n.º 2, 26-34.
- Shleifer, A. e Summers, L., 1990, “The noise trader approach to Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.4, n.º2, 19-33.
- Shleifer, A. e Vishny, R., 1997, “The limits of arbitrage”, *Journal of Finance*, 52, 35–55.

Souza, A., 2005, “O comportamento financeiro do profissional de Odontologia”, Working Paper, disponível em <http://www.administradores.com.br/informe-se/artigos/o-comportamento-financeiro-do-profissional-de-odontologia/11087/>.

Souza, C., 2005, “Avaliando questionários de risco e o comportamento do investidor sobre a ótica de *Behavioral Finance*”, Dissertação de Mestrado, disponível em <http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/299/2041.pdf?sequence=1>.

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

Thaler, R., e 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.