



Flávia Montarroyos Côrtes

**Finanças Comportamentais: Uma Aplicação da Teoria
do Prospecto na Tomada de Decisão de
Investidores no Brasil**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro
Setembro de 2008



Flávia Montarroyos Côrtes

**Finanças Comportamentais: Uma Aplicação da Teoria
do Prospecto na Tomada de Decisão de
Investidores no Brasil**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da PUC-
Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo
assinada.

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luis Fernando Hor-Meyll Álvares

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof^a. Katia Rocha

IPEA

Prof. Nizar Messari

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 04 de setembro de 2008

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

Flávia Montarroyos Côrtes

Graduou-se em Administração de empresas na Universidade do Estado do Rio de Janeiro em 2004.

Ficha Catalográfica

Côrtes, Flávia Montarroyos

Finanças comportamentais : uma aplicação da teoria do prospecto na tomada de decisão de investidores no Brasil / Flávia Montarroyos Côrtes ; orientador: Marcelo Cabus Klotzle. – 2008.

67 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Finanças comportamentais. 3. Teoria do prospecto. 4. Decisão de investidores. I. Klotzle, Marcelo Cabus. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD:658

Dedico este trabalho aos meus pais,
irmãos e amigos.

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente aos meus pais por todo apoio, incentivo e pela compreensão ao longo da realização deste trabalho.

Muito obrigada também ao meu orientador, Marcelo Cabús Klotzle, pelas observações e críticas essenciais para o desenvolvimento do estudo e a todos que os responderam ao envio da pesquisa.

Não poderia deixar de agradecer a banca examinadora pelas suas análises e comentários.

Resumo

Côrtes, Flavia Montarroyos; Klotzle, Marcelo Cabus. **Finanças Comportamentais: Uma aplicação da teoria do prospecto na tomada de decisão de investidores no Brasil**. Rio de Janeiro, 2008. 67p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração de Empresas. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho tem o objetivo de aplicar os conceitos das Finanças Comportamentais (FC) através da Teoria do Prospecto na tomada de decisões de investidores no Brasil. Os primeiros estudos publicados sobre o tema são datados de 1979, feitos por Daniel Kahneman e Amos Tversky. As Finanças comportamentais surgem para contestar a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), na qual os investidores são completamente racionais e que, no processo de tomada de decisão, são capazes de analisar a totalidade dos dados disponíveis e que todos os agentes do mercado possuem o mesmo número de informações. Este novo modelo incorpora aspectos da psicologia e da sociologia na busca de uma maior compreensão do processo decisório no mercado financeiro. O presente estudo replicou o questionário do artigo seminal de Kahneman e Tversky (1979) em 40 pessoas que trabalham ou já trabalharam no mercado financeiro. Para análise destes dados foram realizadas comparações com os resultados encontrados por Kahneman e Tversky (1979), Cruz, Kimura e Krauter (2003) e Rogers, Securato, Ribeiro e Araújo (2007). A amostra estudada indica que os decisores tendem a serem avessos ao risco no campo dos ganhos e propensos aos riscos no campo das perdas.

Palavras-chave

Finanças comportamentais; teoria do prospecto; decisão de investidores.

Abstract

Côrtes, Flavia Montarroyos; Klotzle, Marcelo Cabus (Advisor). **Financial Behaviours: An application of the prospect theory in decision-making by investors in Brazil.** Rio de Janeiro, 2008. 67p. MSc. Dissertation - Departamento de Administração de Empresas. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The present study aims to apply the concepts of Behavioral Finance (BF) using the Prospect Theory in decision-making by investors in Brazil. The first published studies on the topic are from 1979, by Daniel Kahneman and Amos Tversky. The Behavioral Finance emerged to contest the Efficient Capital Market (ECM) Theory, where investors are thought to act rationally in the process of decision-making, taking into account all available data, and financial agents share the same information. This new model intertwines psychological and sociological aspects seeking a greater understanding in financial decision-making. The present study applied the same questionnaire used by Kahneman & Tversky (1979) in their seminal paper to 40 subjects, working on or retired from the financial market. In the data analysis, results were compared to those of Kahneman & Tversky (1979); Cruz, Kimura & Krauter (2003); and Rogers, Securato, Ribeiro & Araújo (2007). From our analysis we find that investors run from taking risks while generating gains and are prone to assume those risks while losing capital.

Keywords

Behavioral finance; prospect theory; financial decision-making

Sumário

1. Introdução	11
1.1. Histórico	11
1.2. Objetivo da Dissertação	12
1.3. O Problema	12
1.4. Delimitação	12
1.5. Estrutura	13
2. Referencial Teórico	14
2.1. Finanças Modernas	14
2.1.1. Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)	18
2.1.2. Teoria da Utilidade Esperada	21
2.2. Finanças Comportamentais	21
2.2.1. Introdução da Psicologia e Sociologia	23
2.2.2. Processo de Tomada de Decisão	24
2.2.3. Comportamento dos Investidores	28
2.2.3.1. Comportamento dos Investidores Associado às Reações do Mercado	29
2.2.4. Teoria do Prospecto	32
2.2.5. Comparação entre a Teoria do Prospecto e Teoria da Utilidade Esperada	36
2.2.6. Revisão da Literatura	38
2.2.6.1. Estudos no Brasil	39
2.2.6.2. Estudos no Exterior	44
3. Método	46
3.1. População e Amostra	46
3.2. Coleta dos Dados	46
3.3. Tratamento dos Dados	47
3.4. Limitações do Método	48
4. Análise dos Dados	50
5. Conclusão	57
5.1. Sugestões para Trabalhos Futuros	58
6. Referência Bibliográfica	59
7. Anexos	64
7.1. Anexo 1 – Formulário de Pesquisa	64
7.2. Anexo 2 – Teste Qui-Quadrado	67

Lista de figuras

Figura 1 – Linha de Mercado de Títulos (SML)	18
Figura 2 – Curva de Utilidade	32
Figura 3 – Curva de Risco – Utilidade	34
Figura 4 – Função Peso Hipotético da Teoria do Prospecto	36
Figura 5 – Função Utilidade de Acordo com Bernoulli	37
Figura 6 – Teoria do Prospecto	37
Figura 7 – Da Decisão	38
Figura 8 – Quantificação das Categorias	41
Figura 9 – Dados Sociais/Sexo	50
Figura 10 – Dados Sociais/Faixa Etária	51
Figura 11 – Dados Sociais/Possuí Dependentes Financeiros	51
Figura 12 – Dados Sociais/Quantidade de Dependentes Financeiros	51
Figura 13 – Dados Sociais/Tempo de Trabalho no Mercado Financeiro	52

Lista de tabelas

Tabela 1 – Resumo da Classificação das Amostras de Alunos e Professores nos 5(cinco) Clusters	43
Tabela 2 – Frequência dos Prospectos	53