

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Leonardo Correa do Carmo

**Finanças Comportamentais:
uma análise das diferenças de comportamento entre investidores
institucionais e individuais.**

Dissertação de Mestrado (Opção profissional)

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

Orientador: Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro
Fevereiro de 2005



Leonardo Correa do Carmo

Finanças Comportamentais

**uma análise das diferenças de comportamento entre investidores
institucionais e individuais.**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-Rio. Aprovada pela comissão examinadora abaixo assinada.

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Walter Lee Ness, Jr.

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Celso Funcia Lemme

UFRJ

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2005

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

Leonardo Correa do Carmo

Graduou-se em Engenharia de Produção pela UFRJ em 1998. Pós-Graduou-se em Finanças Corporativas pela PUC-Rio em 1999.

Ficha Catalográfica

Carmo, Leonardo Correa do

Finanças comportamentais : uma análise das diferenças de comportamento entre investidores institucionais e individuais / Leonardo Correa do Carmo ; orientador: Marcelo Cabus Klotzle. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2005.

91f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Finanças comportamentais. 3. Investidor institucional. 4. Investidor individual. I. Klotzle, Marcelo Cabus. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para meus pais e para Luisa,
com amor.

Agradecimentos

Ao meu orientador Professor Marcelo Cabús Klotzle pela paciência e parceria.

Ao meu pai, Luisa e João Saboia pela ajuda na revisão do trabalho.

Aos professores que participaram da comissão organizadora.

A todos que tiveram a paciência de responder o formulário de pesquisa.

Resumo

Carmo, Leonardo Correa do; Klotzle, Marcelo Cabús. **Finanças comportamentais: uma análise das diferenças de comportamento entre investidores institucionais e individuais.** Rio de Janeiro, 2005. 91p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Os modelos clássicos da Moderna Teoria de Finanças são apoiados na racionalidade, onde o investidor utiliza a curva de utilidade para maximizar seu bem estar. No entanto, diversos estudos revelam que nem sempre o processo decisório ocorre de maneira racional, levando o investidor, muitas vezes, a decisões equivocadas. As chamadas Finanças Comportamentais surgem para contestar o pressuposto da racionalidade ilimitada. Ela incorpora a psicologia e a sociologia aos modelos clássicos com o objetivo de melhor entender o processo decisório no ambiente de finanças. Este trabalho pretende analisar alguns aspectos comportamentais e comparar a susceptibilidade de dois grupos de investidores a esses aspectos: os investidores institucionais e os investidores individuais. Para comparar e testar essa susceptibilidade, foram enviados questionários aos dois grupos de investidores. As respostas foram analisadas através de testes estatísticos. Os testes indicaram que os investidores individuais estão suscetíveis a mais vieses comportamentais do que os investidores institucionais.

Palavras-chave

Finanças comportamentais; investidor institucional; investidor individual.

Abstract

Carmo, Leonardo Correa do; Klotzle, Marcelo Cabús (Advisor). **Behavioral Finance: An Analysis of the behavior differences between institutional investors and individuals.** Rio de Janeiro, 2005. 91p. MSc. Dissertation - Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The classical models of the Modern Finance Theory are based on the rationality, where the investor uses the utility curve to maximize his wealth. However, many studies show that the decision process does not always occur in a rational manner, leading the investor, many times, to wrong decisions. The Behavior Finance appears to question the assumption of the unlimited rationality. It incorporates the psychology and the sociology to the classical models with the purpose of better understanding the decision process in the financial environmental. This work intends to analyze certain behavior aspects and compare the susceptibility of two groups of investors to such aspects: the institutional investors and the individual investors. To compare and test such susceptibility, questionnaires have been sent to such two groups of investors. The answers were analyzed through statistics tests. Such tests indicated that the individual investors are more susceptible to behavior tendencies than institutional investors.

Keywords

Behavioral finance; institutional investor; individual investor.

Sumário

1. Introdução	10
1.1 Histórico	10
1.2 O Problema	11
2. Referencial teórico	15
2.1 Moderna Teoria de Finanças	15
2.1.1 Teoria Macroeconômica	15
2.1.2 <i>Portfolio Selection</i> – O marco inicial da Moderna Teoria de Finanças	16
2.1.3 HEM – Hipótese de Eficiência do Mercado de Capitais	17
2.2 Finanças Comportamentais	18
2.2.1 Viés Heurístico	19
2.2.1.1 Representatividade	20
2.2.1.2 Excesso de Confiança (<i>Overconfidence</i>), Sub e Sobre-Reação	23
2.2.1.3 Otimismo	26
2.2.1.4 Ancoragem	27
2.2.1.5 Efeito Manada	29
2.2.2 Subordinação à Forma	32
2.2.2.1 Teoria da Perspectiva	32
2.2.2.2 Aversão à perda (<i>Loss Aversion</i>)	35
2.2.2.3 Aversão ao Arrependimento	36
2.2.2.4 Contabilidade Mental (<i>Mental Accounting</i>)	37
2.2.2.5 Ilusão Monetária (<i>Money Illusion</i>)	38
2.2.2.6 Efeito Disjunção	39
3 Metodologia	41
3.1 População e Amostra	41
3.2 Coleta dos Dados e Instrumentos de Medida	42
3.3 Tratamento e Análise dos Dados	43
3.4 Testes de Hipóteses	43
3.5 Limitações do Método	46
4 Análise de Dados	47
4.1 Perfil dos Respondentes	47
4.2 Viés Heurístico	50
4.2.1 Representatividade	50
4.2.2 Excesso de Confiança (<i>Overconfidence</i>), Sub e Sobre-Reação	51

4.2.3 Otimismo	54
4.2.4 Ancoragem	57
4.2.5 Efeito Manada	59
4.3 Subordinação à Forma	61
4.3.1 Teoria da Perspectiva	61
4.3.2 Aversão à Perda	65
4.3.3 Aversão ao Arrependimento	66
4.3.4 Contabilidade Mental	68
4.3.5 Ilusão Monetária	71
4.3.6 Efeito Disjunção	74
5 Conclusão	81
6 Bibliografia	83
7 Anexos	87
Anexo 1 – Formulário de Pesquisa	88