

Estratégia & Negócios

ISSN 1984-3372

<http://portaldeperiodicos.unisul.br>

COMPORTAMENTOS RELACIONADOS À DECISÃO DE COMPRA DE PAPÉIS BOVESPA: A INFLUÊNCIA DO MESSAGE FRAMING NO PEQUENO INVESTIDOR MINEIRO

THE BEHAVIOR RELATED TO THE PURCHASING DECISION PROCESS OF BOVESPA'S PAPERS: THE INFLUENCE OF MESSAGE FRAMING IN THE SMALL INVESTOR FROM THE MINAS GERAIS STATE

Jersone Tasso Moreira Silva

Professor do Programa de Mestrado e Doutorado em Administração Universidade FUMEC. Doutor pela Universidade Federal de Viçosa. Mestre pela San Diego State University, San Diego, CA – EUA.

E-mail: tasso@fumec.br

Patrícia de Paiva Franco Barbosa

Mestre em administração pela Universidade FUMEC.

E-mail: patriciafranco_2000@yahoo.com.br

Luiz Antônio Antunes Teixeira

Professor do Programa de Mestrado e Doutorado em Administração. Universidade FUMEC. Doutor pelo Instituto de Estudos Superiores de La Empresa, Espanha.

E-mail: lantonio@fumec.br

Mário Teixeira Reis Neto

Doutor em Administração. Professor do Programa de mestrado e Doutorado em Administração. Universidade Fumec.

E-mail: mario.reis@prointernet.com.br

Recebido em 18/10/2010. Aprovado em 27/03/2011. Disponibilizado em 11/04/2011.

Avaliado pelo Sistema *double blind review*

Estratégia e Negócios, Florianópolis, v. 3, n. 2, jul./dez. 20 10

<http://portaldeperiodicos.unisul.br/index.php/EeN/index>



UNISUL

©Copyright 2008 UNISUL-PPGA/Estratégia e Negócios. Todos os direitos reservados. Permitida citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total. Em caso de dúvidas, consulte o editor: gabriela.fiates@unisul.br; (48) 3279-1932.

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo geral analisar o comportamento de compra de Papéis na Bovespa pelo investidor belo horizontino, a partir das mudanças no valor de sua riqueza financeira. A pesquisa caracteriza-se como exploratória, sendo que no aspecto da abordagem do problema, o trabalho foi desenvolvido em duas fases: uma qualitativa exploratória e outra quantitativa descritiva por meio da análise de variância com aplicação do teste ANOVA. Investigaram-se os efeitos do *framing* positivo *versus* o *framing* negativo, na mensagem transmitida, através de textos que compõem o questionário respondido pelos entrevistados. O questionário foi aplicado a um grupo de investidores mineiros, composto por clientes de uma corretora de valores de Belo Horizonte, bem como por professores da área de finanças que ministram disciplinas da área de mercado de capitais em universidades de Belo Horizonte. Neste estudo, a maioria dos entrevistados do grupo *framing* positivo é do sexo masculino, com faixa etária acima de 40 anos. Demonstrou-se que a mensagem estruturada positivamente (ênfase nos ganhos da prevenção ao risco) foi mais persuasiva do que a mensagem estruturada negativamente (ênfase nas perdas da não prevenção ao risco) e do que a mensagem informativa (do grupo controle). A hipótese de que a informação positiva tem maior impacto do que a informação negativa equivalente vai de encontro com as propriedades da função valor da Teoria dos *Prospects*. Conclui-se, portanto, que um determinado investidor, munido de informações de caráter positivo, enfatizando os aspectos positivos da mensagem, sente-se super confiante e incentivado a investir em ações.

Palavras-chave: Bolsa de valores. *Message Framing*. Teoria dos *Prospects*. Risco.

1 INTRODUÇÃO

O setor financeiro vem crescendo de forma significativa no Brasil, especificamente, a Bolsa de Valores por parte dos investimentos realizados por pessoa física. Entre os anos de 2000 a 2008, o número de pessoas físicas que compraram ações triplicou e o número de grupos de investidores, os denominados grupos de investimento, que se unem com a finalidade de aplicar na bolsa de valores, sofreu um aumento de 300%. Um aspecto que acelerou esse crescimento foi a evolução tecnológica, principalmente, no tocante às tecnologias de comunicação e informação. Outros três

fatores combinados influenciaram o aumento dos investimentos na área: os bons números da economia, a perspectiva de crescimento do produto interno bruto e as regras estabelecidas pela governança corporativa.

Além dos fatores mencionados anteriormente, tem-se uma variável a ser considerada e que influencia na tomada de decisão do investidor em ações que é a racionalidade dos agentes, uma vez que a teoria de finanças tradicional procura descrever o comportamento dos preços dos títulos nos mercados financeiros, fazendo uso de modelos que se baseiam nessa racionalidade. Em contrapartida, a teoria de finanças comportamentais desenvolvida mais recentemente demonstra, através de estudos empíricos, que os agentes recebem influências ao longo do processo de decisão e cometem erros, considerados cognitivos, que refletem em suas decisões de investimento nesse cenário de incerteza.

Dessa forma, estudos têm utilizado como referência teórica a Teoria dos *Prospects* ou *Prospect Theory*, que procura descrever o processo de tomada de decisão em um cenário de incerteza e foi desenvolvida de forma indutiva, através da análise de resultados de experimentos em laboratórios, e não deduzida de um conjunto de axiomas, salientando o seu caráter descritivo, sem pretensões normativas, fortalecendo a área das Finanças Comportamentais.

Dada a escassez de estudos na área, acredita-se que o presente estudo contribui para um melhor conhecimento da decisão financeira em cenários de incerteza, proporcionando mais dados a respeito do tema no mercado mineiro. O que se pretende nesse trabalho é estudar as relações entre a Teoria dos *Prospects* (especificamente o *message framing*, que é um dos componentes da respectiva teoria) e o comportamento do investidor belo horizontino frente às aplicações financeiras na Bolsa de Valores de São Paulo.

Especificamente, o presente trabalho se propõe a analisar o comportamento de compra de Papéis na Bovespa pelo investidor belo horizontino, a partir das mudanças no valor de sua riqueza financeira, analisar o perfil do investidor belo horizontino, conforme idade, sexo e grau de risco de investimento; analisar o grau do envolvimento do investidor belo horizontino em aplicações financeiras na Bolsa de Valores de São Paulo; e testar o impacto da estruturação da mensagem quanto ao seu poder de persuasão na tomada de decisão do investidor belo horizontino no mercado de capitais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Vieira e Gava (2005), o modelo tradicional de finanças foi construído, nas últimas décadas, a partir do conceito de mercado eficiente. Tal conceito considera os agentes como indivíduos racionais, à medida que buscam maximizar o valor esperado da sua riqueza, e consequentemente da função utilidade, apresentada pela teoria financeira tradicional, que tem seus fundamentos em Bentham (1748-1832).

Contudo, o tema finanças deu origem a diversos estudos com resultados que divergem do esperado, conforme dita a hipótese de mercado eficiente. Esses resultados refletem o que Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1998, 2001 denominaram “anomalias”. Como exemplos de algumas das anomalias estudadas por esses autores, podem ser citadas: 1) Os retornos médios das ações, na data em que um evento torna-se público (data do anúncio), têm o mesmo sinal que o desempenho anormal da média observada nos anos seguintes ao anúncio; 2) a existência de momento no curto prazo e da reversão no longo prazo, e 3) a alta volatilidade dos preços dos ativos em relação a seus fundamentos.

Além disso, algumas anomalias parecem ser contraditórias, como por exemplo, a aparente subreação em alguns contextos e a sobre-reação em outros. Na tentativa de explicação para estas evidências, alguns trabalhos questionam o pressuposto da racionalidade. Da mesma forma, Simon (1955) considera que a complexidade dos problemas e a própria capacidade cognitiva do indivíduo limitam sua capacidade de tomar decisões em condições de perfeita racionalidade. Logo, ao supor que o indivíduo apresenta uma racionalidade limitada, torna-se indispensável o conhecimento dos aspectos psicológicos para uma maior compreensão do efeito das crenças e preferências individuais na tomada de decisão. É neste contexto que se estabelece o paradigma das Finanças Comportamentais.

Grande parte dos trabalhos desenvolvidos sob o paradigma das finanças comportamentais deve-se ao trabalho de Kahnemane Tversky (1979), intitulado *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*. Nesta teoria, são cinco os elementos centrais:

- (1) as pessoas são avessas ao risco para ganhos e propensas ao risco para as perdas, sendo o segundo fator mais pronunciado;
- (2) as pessoas atribuem pesos não lineares a ganhos e perdas potenciais;

(3) os resultados certos são, geralmente, excessivamente ponderados em comparação com resultados incertos;

(4) a função utilidade é normalmente côncava para ganhos e convexa para perdas e, geralmente, é mais íngreme para perdas do que para ganhos;

(5) as pessoas fazem as escolhas sobre ganhos e perdas, a partir de um ponto de referência.

Neste contexto, Vieirae Gava (2005) questionam: Como o indivíduo toma decisão sobre risco? As suas escolhas são afetadas pelos ganhos e perdas anteriores? Em caso afirmativo, como os ganhos e perdas passados afetam a decisão atual? As decisões são influenciadas pela forma de apresentação do problema?

Thaler (1985), Thaler e Johnson (1990) avaliaram essas questões e obtiveram resultados surpreendentes. Thaler e Johnson (1990) investigaram como os ganhos/perdas iniciais afetam as escolhas do tomador de decisão e descobriram que, em algumas circunstâncias, um ganho anterior aumenta o desejo do indivíduo de aceitar investir mais. Este pensamento é conhecido como efeito *House Money*. Por outro lado, quando o resultado anterior é uma perda, há uma diminuição no desejo de assumir risco, exceto se os resultados possíveis apresentarem a possibilidade de atingir um ponto de equilíbrio.

No entanto, os ganhos e perdas anteriores, aparentemente, não são as únicas variáveis que influenciam a tomada de decisão sob o paradigma das finanças comportamentais. Felton, Gilson e Sanbonmatsu (2002) aplicaram uma pesquisa com 66 estudantes durante um semestre e concluíram que homens têm menos aversão ao risco do que mulheres, pois os homens realizam operações mais arriscadas. Além disso, os homens demonstraram mais variabilidade de investimentos do que as mulheres.

O estudo de como os indivíduos são afetados pelo uso da informação no processo decisório antes e depois da compra do produto tem sido objeto de um crescente interesse no meio acadêmico. Estudos como os de Puto (1987), dentre outros, na área financeira, como os de Levin e Gaeth (1988 *apud* Maheswaran e Meyers-Levy, 1990), Shiv, Edele Payne (1997), Homer e Yoon (1992) dentre outros, no marketing, têm demonstrado como os efeitos do *message framing* podem ter consequências positivas ou negativas nas escolhas das pessoas. A literatura sugere que o envolvimento do consumidor com o assunto em questão pode afetar o processo de decisão no

momento em que ele consumir o produto. Tal argumento implica que, conforme o envolvimento do consumidor, a mensagem positiva ou negativa tem um poder de persuasão que ocorre de formas diferentes.

Para Simonson (1993), as preferências dos consumidores são confusas e imprecisas, ou seja, a decisão de escolha na compra está sujeita à maneira como as alternativas são avaliadas, de acordo com a descrição das alternativas, o momento e a quantidade da compra, bem como os atributos das alternativas. Em outras palavras, as preferências não devem ser tomadas como dadas e fixas. De acordo com Payne, Bettman e Johnson (1992), os consumidores, geralmente, não têm preferências claras e estáveis. Os mesmos constroem as preferências quando estão frente a uma compra específica, ao contrário de possuírem uma avaliação pré-formada dos atributos e alternativas do produto. De acordo com Block e Keller (1995), a mídia tem sido um instrumento importante na forma de educar a população, principalmente, no que diz respeito aos aspectos da saúde humana. Os autores em seu estudo demonstram que a mídia, ao utilizar uma mensagem negativa, exerceu maior poder de persuasão do que ao utilizar uma mensagem positiva.

Segundo Tversky e Kahneman (1979), explicações e predições sobre as escolhas das pessoas, na vida diária, assim como nas ciências sociais, são frequentemente fundadas na presunção da racionalidade humana. A decisão racional requer que problemas com os mesmos elementos levem a mesma decisão e que as preferências não sejam afetadas por mudanças na composição ou estruturação do problema. Entretanto, por causa das limitações das percepções e das nossas estratégias intuitivas de julgamento, isto nem sempre é verdade. Como a Teoria dos *Prospects* pretende descrever o comportamento, ela incorpora os desvios da racionalidade, que resultam dos processos automáticos de decisão dos indivíduos.

Mediante estudos que têm como base a *Prospect Theory*, Maheswaran e Meyers-Levy (1990) formularam hipóteses com o objetivo de verificar a influência da construção da mensagem, de acordo com o envolvimento do indivíduo, sendo essas:

H1: Sob condições de envolvimento alto, um discurso é mais persuasivo quando a mensagem é construída abordando os aspectos negativos, mais do que quando é construída ressaltando os aspectos positivos. Logo, sob condições de envolvimento baixo, a persuasão é maior quando a mensagem é construída positivamente do que quando o é negativamente.

H2: A geração de ideias relacionadas às mensagens e a sua resposta é maior quando o envolvimento é alto do que quando é baixo, e a geração de avaliações simples é maior quando o envolvimento é baixo do que quando é alto.

A Teoria dos *Prospects*, preconizada por Tversky e Kahneman(1979) e Tversky(1981), abriu novas possibilidades de estudos comportamentais em diversos campos e evidenciou a possibilidade de influenciar a decisão de um indivíduo sem distorcer a informação ou suprimi-la, mas realizando apenas mudanças sutis na sua estruturação. A essa possibilidade de influência Tversky denominou *efeito framing*. Estudos como os de Meyerowitz e Chaiken (1987 *apud* Mashewaran, Meyers-Levy, 1990) foram realizados com o intuito de se compreender os efeitos do *framing* positivo e negativo nas intenções de desempenhar comportamentos de prevenção e de detecção de doenças (. Já na área financeira, Thaler, Tversky, Kahnemane Schwartz (1997) sugerem que perdas são menos sentidas por aqueles investidores que estão com boa saúde financeira. Desse modo, pessoas com boa saúde financeira, justamente, devido a este fato, seriam avessas ao risco à medida que tivessem ganhos mínimos ao investir, sendo menos influenciadas pela estruturação da mensagem e não tendendo a investir. O impacto causado por uma perda não é o mesmo em todas as circunstâncias, mas depende da performance prévia do investimento.

2.1 MESSAGE FRAMING

Diversas pesquisas têm sido realizadas com o objetivo de se avaliar a estrutura da mensagem ou o que pode ser denominado o *message framing*, bem como o impacto de mensagens com apelos afetivos/sentimentais e cognitivos na influência da tomada de decisão dos indivíduos. Emoções e sentimentos, tratados como sinônimos, têm, cada dia mais, demonstrado que aspectos afetivos e cognitivos da persuasão, através de uma gama de situações, se encontram mais interrelacionados do que separamos.

Burke e Edell (1989) provaram que sentimentos, quando induzidos, influenciam atitudes, avaliações de atributos a marcas e atitudes quanto à marcas, direta e indiretamente, através de julgamentos e características. Segundo Holbrook e Gardner (2000), uma tendência de pesquisa atual tem sido a análise de equações que traduzam a interrelação entre habilidades afetivas e cognitivas.

Considerando o *message framing* e/ou a estrutura da mensagem, os estudos mais recentes, como os de Aaker, Stayman, Hagert, Batra e Ray (1986 *apud* Homer e Yoon, 1992), têm demonstrado que mensagens que procuram ressaltar os aspectos positivos de uma dada situação focam nos benefícios que o consumidor ganha ao utilizar determinado produto, gerando emoções positivas, afeto e cognição,.

Em contrapartida, quando trabalhados os aspectos negativos, o *message framing* resalta as consequências adversas ou os benefícios perdidos pelo consumidor ao não ter utilizado ou optado por determinado produto. Esse tipo de estrutura de mensagem tem sido trabalhada em anúncios para produtos de higiene pessoal, e naqueles relacionados à saúde. De qualquer forma, testes na área, com a pretensão e objetivo de estudar a influência do *message framing* na persuasão, ainda são incipientes e inconclusivos.

Outra teoria que dá suporte a esse trabalho é a *Persuasion Knowledge Model*, desenvolvida por Friestad e Wright (1994). O *Persuasion Knowledge Model* supõe que, ao longo do tempo, os consumidores desenvolvem um conhecimento sobre as várias táticas de publicidade, como o uso de mensagens com apelo negativo, medo, e, dessa forma, acabam desenvolvendo a habilidade de como responder a essas táticas.

Tversky e Kahneman (1981) relatam que o *framing* pode afetar as escolhas dos indivíduos, à medida que alterações sistemáticas ocorrerem na preferência/escolha desses indivíduos quando o mesmo problema for apresentado de formas diferentes. Em outras palavras, quando a mensagem é apresentada de forma diferente, ressaltando os aspectos positivos no *framing* ou os aspectos negativos, a reação do indivíduo também é diferente. Partindo do exposto, uma das áreas que o *framing* tem influenciado é a economia. Principalmente, em temas relacionados ao comportamento financeiro, o que contradiz as previsões a respeito da escolha simplesmente racional, que é a base da economia tradicional.

Tversky e Kahneman (1981) chamaram *efeito framing* à possibilidade de influenciar a decisão de um determinado indivíduo sem, contudo, distorcer ou suprimir a informação dada. Assim, a informação sofre apenas mudanças sutis quando da sua apresentação e estruturação em um mesmo problema. Através de variações na estruturação e apresentação de opções, resultados e contingências associados a uma escolha particular, os autores obtiveram mudanças sistemáticas de preferências.

2.2 TEORIA DOS PROSPECTS

De acordo com Vieira e Gava (2005), a Teoria dos Prospects (*Prospect Theory*) usa duas funções para caracterizar as escolhas. A função de valor, denotada por $v(\cdot)$, que substitui a função utilidade da teoria da utilidade esperada, e a função peso da decisão, denotada por $\pi(p)$, que transforma probabilidades em peso das decisões.

A principal propriedade da função de decisão é que probabilidades pequenas são sobreponderadas, isto é $\pi(p) > p$, e que a soma dos pesos não necessita ser igual a um, ou seja, $\pi(p) + \pi(1-p) \neq 1$.

A função de valor tem três características fundamentais:

Ela é definida sobre ganhos e perdas, ao invés de posições finais;

Ela é côncava para ganhos e convexa para perdas;

Ela mostra a aversão à perda, ou seja, a função perda é mais íngreme que a função ganho; $v(x) < -v(-x)$. Para um determinado *prospect* $(x,p;y,1-p)$ como um jogo que paga x com probabilidade p e y com probabilidade $1-p$. Então, segundo a *Prospect Theory*, se x e y têm sinais opostos (se $x \geq 0 \leq y$ ou $y \geq 0 \leq x$), o valor deste *prospect*, V , é dado por:

$$V = \pi(p)v(x) + \pi(1-p)v(y) \quad (1)$$

No entanto, a Equação 1 não é a única representação utilizada em *Prospect Theory*. A teoria inclui uma fase de edição em que os *prospects* podem ser simplificados e codificados. A função dessa fase é organizar e reformular as opções para simplificar a avaliação subsequente e a escolha.

Kahnemam e Tversky (1979) estabelecem que os *prospects* serão segregados em dois componentes, sendo um componente representado pelo ganho ou perda mínima que é certo de ser obtido ou pago, e um componente de risco, isto é, o ganho ou perda adicional que atualmente é incerto. Neste caso, a função V passa a ser definida como:

$$V = v(y) + \pi(p)[v(x) - v(y)] \quad (2)$$

Nessa fórmula, o ganho certo é avaliado separadamente e a diferença entre os dois resultados arriscados é multiplicada pelo peso da decisão. No entanto, como poderiam os ganhos e perdas passados afetar essa estrutura? Kahneman e Tversky (1979) apontam pelo menos duas possibilidades. Na primeira, todos os eventos seriam codificados separadamente e nesse caso, os resultados anteriores não afetariam as escolhas subsequentes (TVERSKY; KAHNEMAN, 1981). Na segunda, Kahneman e Tversky (1979) afirmam que existem situações em que os ganhos e perdas poderiam ser avaliados em função de expectativas e aspirações que diferem do *status quo*, neste caso, as perdas e ganhos passados afetariam a decisão subsequente. Por exemplo, pessoas que não estavam satisfeitas com a perda poderiam aceitar jogos que não aceitariam caso não tivessem perdido anteriormente.

Quanto à forma de apresentação do problema, Kahneman e Tversky (1979) avaliam se a colocação dos problemas em um estágio ou em dois estágios altera a contabilidade mental dos agentes, ou seja, se os resultados anteriores são segregados quando apresentados separadamente.

Na fase de edição do problema, o tomador de decisão poderia adotar pelo menos três regras diferentes: *Prospect Theory* sem memória, *Prospect Theory* com memória e *Concreteness*. Na *Prospect Theory* com memória, os resultados anteriores são incorporados ao “balanço” quando o decisor processa a contabilidade mental do *prospect*.

Uma regra alternativa, consistente com a *Prospect Theory* sem memória, estabelece que os resultados seriam codificados, avaliados e esquecidos. Neste caso, os resultados anteriores não alterariam os jogos subsequentes. Sob essa hipótese, a representação do jogo faria diferença.

A *Concreteness* estabelece que o sujeito aceita o problema como é apresentado a ele. O tomador de decisão tende a usar somente a informação que é explicitamente colocada no objeto de estímulo e ele a usará na forma em que ela foi colocada.

3 METODOLOGIA

Este estudo tem como objetivo investigar os efeitos do *framing* positivo versus o *framing* negativo na mensagem transmitida, por meio de textos que compõem o questionário respondido

pelos entrevistados. A metodologia foi experimental, sendo apresentada mais adiante (MALHOTRA, 2006).

Como mencionado no referencial teórico, são vários os autores que vêm estudando o efeito da mensagem no comportamento de indivíduos. Levin, Gaeth (1988) e Meyerowitz, Chaiken (1987 *apud* Maheswaran, Meyers-Levy, 1990), demonstraram a existência de algumas divergências quanto à determinação de qual das mensagens (positivas ou negativas) é a mais ou menos persuasiva.

Partindo do exposto, as hipóteses de pesquisa são descritas como: H₀₁: A inclusão do texto persuasivo (que seja objeto de manipulação de *framing*) não terá influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado; H₁₁: A inclusão do texto persuasivo, independente de ser negativo ou positivo, terá maior influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado; H₀₂: A estruturação da mensagem, ou *framing*, não terá influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado; H₁₂: Mensagens estruturadas positivamente levarão a atitudes mais favoráveis e a maiores intenções de seguir o comportamento recomendado do que mensagens estruturadas negativamente.

A pesquisa caracteriza-se como exploratória. No aspecto da abordagem do problema, o trabalho foi desenvolvido em duas fases: uma qualitativa exploratória e outra quantitativa descritiva. O questionário foi aplicado a três grupos de investidores mineiros, compostos por clientes de uma corretora de valores de Belo Horizonte, bem como professores da área de finanças que ministram disciplinas da área de mercado de capitais em universidades de Belo Horizonte. A amostra foi de conveniência, composta por 90 entrevistados, dos quais foi obtido retorno de 43 entrevistados, divididos em três grupos, segundo a abordagem do *message framing*, ou seja, para um grupo, o questionário favoreceu o *framing* positivo, para o segundo grupo, o *framing* negativo e, para o terceiro grupo, não houve nenhum *framing*, sendo as informações transmitidas, com caráter imparcial. O grupo *framing* positivo foi constituído por 14 (quatorze) respondentes, o grupo *framing* negativo foi constituído por 13 (treze) respondentes e o grupo Controle (*sem framing*) totalizou 16 (dezesesseis) respondentes.

O experimento tem caráter indutivo, uma vez que se pretendeu compreender o comportamento do investidor belo horizontino, a partir do que a amostra evidenciou ao responder ao questionário, enfatizando uma abordagem experimental, em que existe a

manipulação e o controle de variáveis independentes e a observação dos resultados desta manipulação e deste controle nas variáveis dependentes (MAYER, 2000).

Com a finalidade de testar a influência de diferentes estruturações de uma mesma mensagem, trabalhou-se com uma variável independente e uma variável dependente. A variável independente foi o *message framing* ou o tipo de mensagem (negativa ou positiva), que foi manipulada. A variável dependente foram atitudes e intenções em relação ao comportamento recomendado. A teoria utilizada no estudo foi a Teoria dos *Prospects* (*Prospects Theory*), cujos desenvolvedores foram Kahneman e Tversky, cujas obras são datadas de 1979 e 1981.

Como este trabalho visa conhecer e obter maiores informações sobre o perfil comportamental do investidor, relacionando seus resultados empíricos à teoria sobre Finanças Comportamentais, o experimento foi composto de um conjunto de textos e de um questionário, em três versões diferentes, conforme abaixo. Para que pudessem participar da entrevista, os respondentes deveriam atender à condição de ser investidor, estudioso ou conhecedor do tema Bolsa de Valores

A manipulação do *framing* neste experimento seguiu o padrão utilizado pelos autores já citados: Levin, Gaeth (1988) e Meyerowitz, Chaiken (1987 *apud* Maheswaran; Meyers-Levy, 1990). A mensagem utilizada enfatiza consequências positivas envolvidas na adoção das recomendações ou consequências negativas envolvidas na adoção das recomendações. Exemplo da manipulação do *framing* neste estudo, onde: [positivo] (negativo). Ganhos [a longo prazo] (a curto prazo) (não) devem ser a expectativa de quem decide investir em ações. [Não] (é) aconselhável que o investidor (não) dependa do recurso aplicado em ações para gastos imediatos.

Para medição do julgamento dos entrevistados sobre a importância das recomendações, formulou-se uma pergunta na qual o entrevistado deveria indicar sua opinião a respeito do grau de importância das recomendações feitas pelos respectivos textos em um grau de 1 a 5, sendo 1 o de nenhuma importância e 5 o extremamente importante.

Dessa forma, foi usada a escala Likert de 5 pontos para todas as perguntas ligadas à variável dependente. Neste método de escala, cada um dos itens mede um aspecto de um fator comum (atitudes/intenções); sendo possível legitimar a soma dos resultados. A variável

dependente foi medida, no total, através de quatro perguntas, cujas respostas foram somadas, para a obtenção de um índice de atitudes/intenções.

Foi elaborado um questionário de levantamento de dados que antecedeu à leitura de três textos (com três abordagens, cada um: *framing* positivo, *framing* negativo e controle). O primeiro objetivo deste questionário foi identificar a faixa etária e o sexo dos entrevistados. O segundo objetivo foi verificar o conhecimento anterior e o potencial envolvimento dos indivíduos com o tema do experimento. Tal mecanismo permitiu não somente traçar o perfil genérico dos entrevistados, bem como traçá-lo de acordo com a abordagem (*framing*); positivo, negativo ou imparcial.

Para avaliar a atitude dos entrevistados em relação ao conjunto de textos (credibilidade, utilidade e clareza) foi aplicada uma escala de diferencial semântico (MALHOTRA, 2006). A escala consiste em vários adjetivos bipolares para medição da avaliação do texto como um todo pelo entrevistado. A escala usada no experimento foi baseada na escala desenvolvida e testada pelos pesquisadores GrossBart; Muehling; Kangun (1986) e para medição de atitudes em relação à propaganda em geral.

Com o objetivo de avaliar se houve percepção de diferença de *framing*, foi formulada uma questão, utilizando uma escala tipo Likert de 5 pontos, em que o entrevistado foi instruído marcar se o texto enfatizou os ganhos para a saúde financeira que a prevenção ao risco pode trazer.

A escolha dos entrevistados foi proposital, no sentido de obter um cenário de alto envolvimento. O grau de relevância do tema, que reflete o envolvimento, foi verificado de duas maneiras. No questionário inicial, perguntou-se aos entrevistados a sua opinião a respeito do risco em investimentos na Bolsa de Valores, além do grau de risco de seus investimentos, bem como a distribuição deste risco (caso tivessem aplicações de riscos diferenciados). No questionário, foi incluída uma pergunta na qual o entrevistado deveria marcar qual o grau de risco de um indivíduo como ele investir. Novamente, foi utilizada uma escala Likert de 5 pontos.

Os dados foram tratados com o uso de dois métodos: a análise qualitativa do questionário, através de gráficos e comentários dos mesmos em que se buscou analisar cada pergunta, comparando as três abordagens (*framing* positivo, *framing* negativo e grupo controle) e, feita esta análise, foi realizada também a análise quantitativa ou análise de variância com a aplicação do

teste ANOVA. A análise de variância é uma extensão do teste t para dois ou mais grupos. Este método é comumente aplicado às situações em que há necessidade de comparar médias de dois grupos, nos quais os indivíduos foram aleatoriamente incluídos e as diferenças nas respostas são, então, apontadas como efeito da manipulação de variáveis dependentes (MAYER, 2000).

Foi adotado o nível de significância (sig) de 10%. O nível de significância é o padrão estatístico especificado para rejeitar a hipótese nula. Com o nível de significância de 10% a hipótese nula é rejeitada somente se o resultado da amostra é tão diferente do valor suposto que uma diferença igual ou maior ocorreria por acaso com uma probabilidade de 0,10.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados da pesquisa estão apresentados nesta seção e estão divididos em análise qualitativa e análise quantitativa. A análise qualitativa está, por sua vez, dividida em duas partes: a primeira traça o perfil do investidor quanto à faixa etária, o sexo e conhecimento com relação ao risco, bem como práticas de investimento, e a segunda trata das respostas das entrevistas dos respondentes. Na análise quantitativa, foram testadas as hipóteses levantadas, as checagens com o envolvimento do *framing* e o desempenho dos textos preparados para o experimento.

Nesse sentido, foram entrevistados pequenos e médios investidores no mercado mineiro que tinham em sua maioria idade acima de 40 anos (51%). Os demais entrevistados possuíam idade entre 21 a 25 anos (19%); 26 a 30 anos (9%); 31 a 35 anos (7%) e 36 a 40 anos (14%).

Comparando as três abordagens, grupo *framing* positivo, grupo *framing* negativo e grupo controle, a maioria dos entrevistados possuem acima de 40 anos de idade. Dessa forma, o grupo *framing* negativo é constituído pelo maior número de indivíduos com idade acima de 40 anos, seguido pelo grupo *framing* positivo e pelo grupo controle, respectivamente. Outro dado relevante é o fato de os grupos *framing* positivo e grupo controle serem formados por indivíduos com faixas etárias concentradas nos extremos, ou seja, 21 a 25 anos e acima de 40 anos; muito jovens ou mais maduros.

Dos 43 (quarenta e três) entrevistados, 32 (trinta e dois) são homens; equivalente a 74 % da amostra e 11 (onze) são mulheres, correspondendo a 26% dos entrevistados. No tocante ao sexo

dos entrevistados, a maioria dos entrevistados são do sexo masculino; com o grupo controle liderando no número de homens, seguido do grupo *framing* positivo e *framing* negativo, respectivamente. Dessa forma, em um cruzamento entre faixa etária e sexo, cabe ressaltar que o grupo que concentra maior número de homens com idade acima de 40 anos é o grupo *framing* positivo (7 homens, com idade acima de 40). Ainda com o intuito de traçar o perfil do público entrevistado, foi perguntado aos 43 (quarenta e três) investidores a respeito do grau de risco de seus investimentos. Dos 43 (quarenta e três) entrevistados, 28 (65%) possuem investimentos de risco moderado; 8 (19%) possuem investimentos de risco alto aplicados e 7 (16%) possuem investimentos de baixo risco.

Em uma análise das três abordagens, grupo *framing* positivo, grupo *framing* negativo e grupo controle, com o intuito de compreender o grau de risco com o qual os entrevistados estão acostumados, em outras palavras, qual a sua prática recorrente de investimentos com relação ao risco, concluiu-se que os indivíduos ainda investem com um certo grau de 'receio', devido ao fato de a maioria de seus investimentos serem de risco moderado. Mediante tais dados, conclui-se que o investidor belo horizontino que respondeu ao questionário corrobora a característica com a qual o identificam: a ponderação.

Quanto ao investimento e o risco, nenhum dos dois grupos *framing* positivo e *framing* negativo se sobressaiu. O grupo controle foi o que demonstrou maiores investimentos de grau moderado (13 investidores.). Já o grupo *framing* positivo foi o que demonstrou maior número de investimentos de baixo risco e o grupo *framing* negativo o que demonstrou maior número de investimentos de alto risco (4 investidores), seguido do grupo *framing* positivo (3 investidores).

Dos 43 (quarenta e três) entrevistados, quando perguntados a respeito da possibilidade de haver uma combinação de distribuição do risco de seus investimentos na Bolsa de Valores, após tabulados os dados, foram obtidos os seguintes resultados: 45% dos investimentos dos entrevistados é de risco moderado; 29% dos investimentos dos entrevistados é de baixo risco e 26% dos investimentos dos entrevistados é de alto risco.

Após uma análise um pouco mais aprofundada a respeito da distribuição do risco dos investimentos de cada entrevistado, constatou-se um viés. Ao responder à pergunta anterior, o grupo *framing* negativo demonstrou ser o que possuía indivíduos com investimentos mais arrojados. Porém, ao serem perguntados a respeito da distribuição do risco de seus investimentos,

os resultados com relação à propensão ao risco se mostraram mais favoráveis ao grupo *framing* positivo, seguido do grupo controle e do *framing* negativo, respectivamente. Diante de tais evidências, pode-se concluir que o grupo *framing* positivo é mais propenso ao risco do que grupo *framing* negativo.

Diante das falas dos investidores que compõem cada um dos grupos, o grupo *framing* negativo e o grupo controle se destacaram, demonstrando mais a propensão ao risco, havendo 6 entrevistados propensos ao risco em cada grupo contra 3 indivíduos propensos ao risco no grupo *framing* positivo e, contrariando o resultado da pergunta anterior, referente à distribuição do risco dos investimentos de cada entrevistado. Logo, este resultado corrobora o resultado da pergunta a respeito do grau de risco dos investimentos sem considerar a sua distribuição. Daí, pode-se concluir que quando se fala de risco isolado, o grupo *framing* negativo e o grupo controle se destacam. No entanto, quando se fala de distribuição de risco dos investimentos o grupo *framing* positivo se destaca.

A análise quantitativa dos dados, a seguir, apresenta os resultados estatísticos referentes ao teste da hipótese levantada no presente estudo. Em seguida, foram realizadas as checagens do desempenho dos textos preparados, do experimento do envolvimento e do *framing*. Os resultados obtidos inicialmente referem-se às comparações das variâncias e desvios padrões das versões 1 (positivo), 2 (negativo) e 3 (controle), respectivamente.

Os resultados indicam que a versão 1 ou versão positiva apresentou a menor variância e menor desvio padrão se comparado com as demais versões 2 e 3, sendo os valores 0,75, 1,56 e 1,98, respectivamente para as variâncias e 0,85, 1,03 e 1,20 para os desvio padrões, respectivamente. Os resultados sugerem a menor divisão de opiniões entre os entrevistados deste grupo.

No teste ANOVA, que compara as respostas dos três grupos, verificou-se que o resultado indica existirem diferenças significativas entre eles. Porém, o ANOVA não é suficiente para saber se os questionários com manipulação de *framing* têm resultados melhores do que os questionários do grupo controle. Também não é suficiente para que se possa afirmar qual das três versões está influenciando mais as atitudes e intenções.

A primeira hipótese deste experimento dizia respeito à inclusão de um texto com manipulação de *framing* e de como ele deveria afetar atitudes e intenções: H_{01} : A inclusão do texto persuasivo (que seja objeto de manipulação de *framing*) não terá influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado; e H_{11} : A inclusão do texto persuasivo, independente de ser negativo ou positivo, terá maior influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado.

No teste t, o valor do sig acima de 0,10 rejeita a hipótese de os grupos possuírem variância igual. Em outras palavras, rejeita-se a hipótese H_{01} , pois ambos os textos tiveram efeito sobre nas atitudes e intenções de seguir o comportamento recomendado. No teste que compara as versões positiva (1) e negativa (2) dos questionários constatou-se que houve diferença significativa entre as respostas dos questionários estruturados positivamente e dos questionários estruturados negativamente, a favor do *framing* positivo. E no teste que compara as versões positiva (1) e controle (3) dos questionários constatou-se que houve diferença significativa entre as respostas dos questionários estruturados positivamente e dos questionários do grupo controle (sem *framing*), também, a favor do *framing* positivo. Neste sentido, rejeita-se a hipótese H_{11} , uma vez que os resultados foram favoráveis ao *framing* positivo.

A segunda hipótese deste experimento dizia respeito à forma da estruturação do problema e de como ela deveria afetar atitudes e intenções: H_{02} : A estruturação da mensagem, ou *framing*, não terá influência na atitude e nas intenções de seguir o comportamento recomendado; e H_{12} : Mensagens estruturadas positivamente levarão a atitudes mais favoráveis e a maiores intenções de seguir o comportamento recomendado do que mensagens estruturadas negativamente.

No teste t que compara as versões positiva (1) e negativa (2) dos questionários, constatou-se que H_{02} é rejeitada em favor de H_{12} , uma vez que houve diferença significativa entre as respostas dos questionários estruturados positivamente e dos questionários estruturados negativamente, em favor do *framing* positivo. Atitudes mais favoráveis e maiores intenções de seguir o comportamento recomendado foram encontradas na versão positiva, comprovando a hipótese H_{12} . Dessa forma, uma constatação a favor do *framing* positivo é que os entrevistados do grupo *framing* positivo são mais propensos ao risco e os entrevistados do grupo *framing* negativo são mais avessos ao risco.

Os conjuntos de textos do experimento apontam para resultados e desempenho muito favoráveis. A escala de diferencial semântico utilizada testou a percepção de credibilidade, utilidade e clareza (inteligibilidade). As atitudes em relação ao texto não apresentaram diferença significativa entre as três versões do questionário. As médias altas obtidas – na escala de 1 a 5 – refletiram e constataram a boa aceitação, credibilidade e compreensão do texto pelos entrevistados.

Os indivíduos também responderam se o texto diminuiu, aumentou ou não provocou nenhuma mudança nas suas intenções iniciais de prevenir-se contra o risco. Pelos resultados obtidos, verificou-se que os entrevistados, em média, declararam que não provocou nenhuma mudança. No entanto, não se pode afirmar que a diferente estruturação do texto tenha provocado diferentes respostas. A maior variância e desvio padrão foi apresentada pelos entrevistados do questionário positivo (1).

Em relação ao aspecto envolvimento, a relevância do tema para os entrevistados está presente, primeiramente, quando 43% dos entrevistados do grupo positivo disseram ser alto e muito alto o risco de investirem. E em um segundo momento, quando, 83% dos entrevistados considerou as recomendações dos textos muito importantes ou extremamente importantes, se destacando os entrevistados da versão positiva (1) com maior desvio padrão e variância. Logo, de acordo com os dados obtidos, foi atingido o objetivo de se alcançar um grupo que tivesse alto envolvimento com o tema.

O desejo de se afastarem do cenário de incerteza que a bolsa proporciona pode ter provocado um viés na interpretação dos entrevistados do grupo *framing* negativo, quanto ao risco de investirem, justificando as respostas que levaram até 10 entrevistados a considerarem nulo, baixo e muito baixo o risco de investirem, totalizando 67% da amostra, sendo o restante, 39%, 21% e 7% da amostra, respectivamente. As médias e o ANOVA comprovam que houve percepção diferenciada entre as versões, especialmente entre as versões positiva (1) e negativa (2).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou o comportamento de compra de Papéis na Bovespa do investidor belo horizontino, a partir das mudanças no valor de sua riqueza financeira. Primeiramente, houve uma

preocupação em traçar o perfil do investidor belo horizontino, para, em seguida, compreender quem seria estudado, de modo que pudéssemos realizar uma análise mais aprofundada de seu comportamento, mediante a estruturação da mensagem.

Quanto ao perfil do investidor influenciar a tomada de decisão, além dos ganhos e das perdas (Felton *et al.*, 2002), este estudo corrobora Barber e Odean (2002). Os autores concluíram que o sexo masculino é mais agressivo em suas negociações. Neste estudo, a maioria dos entrevistados do grupo *framing* positivo (que se destacou mediante o grupo *framing* negativo e o grupo controle), é do sexo masculino, com faixa etária acima de 40 anos.

Quanto ao estudo da estruturação da mensagem (*message framing*), o experimento foi aplicado em condições de alto envolvimento. Ficou evidenciado que a mensagem estruturada positivamente (ênfase nos ganhos da prevenção ao risco) foi mais persuasiva do que a mensagem estruturada negativamente (ênfase nas perdas da não prevenção ao risco) e do que a mensagem informativa (do grupo controle).

A hipótese de que a informação positiva tem maior impacto do que a informação negativa equivalente vai de encontro com as propriedades da função valor da Teoria dos *Prospects*, ou seja, a intensidade da sensação no domínio da perda é maior do que a intensidade da sensação no domínio do ganho. Dessa forma, para o investidor belo horizontino, quando foi submetido à mensagem estruturada positivamente, de forma que enfatizasse os seus ganhos ao se prevenir contra possíveis perdas, esta surtiu mais efeito do que quando estruturada com ênfase nas perdas.

Estudos como os de Maheswaran e Meyers-Levy (1990), que comparam apelos positivos e negativos já indicaram maior persuasão para mensagens positivas, lidando com a hipótese de que as mensagens positivas deveriam ser mais persuasivas do que as mensagens negativas, quando o envolvimento dos sujeitos da pesquisa é baixo, e o contrário estaria correto; quando o envolvimento fosse alto.

Neste estudo, o resultado deu origem a uma nova proposta que mereceria maior pesquisa, a fim de encontrar estudos com resultados semelhantes: o efeito *framing* se sobressaiu com indivíduos que têm alto envolvimento com o tema, contrariando Maheswaran e Meyers-Levy (1990), no tocante ao envolvimento, justificando o fato do uso de apelo ao medo, em

COMPORTAMENTOS RELACIONADOS À DECISÃO DE COMPRA DE PAPÉIS BOVESPA: A INFLUÊNCIA DO MESSAGE FRAMING NO PEQUENO INVESTIDOR MINEIRO

Jersone Tasso Moreira Silva - Patrícia de Paiva Franco Barbosa - Luiz Antônio Antunes Teixeira - Mário Teixeira Reis Neto

determinadas situações levar o agente a bloquear e a rejeitar a mensagem, e contribuindo para o conhecimento na área das Finanças Comportamentais.

Daniel; Hirshleifer; Subrahmanyam (1998) favorecem o resultado deste estudo, à medida que os autores supõem que um determinado investidor, munido de informações de caráter positivo, enfatizando os aspectos positivos da mensagem, sente-se incentivado e superconfiante (*overconfident*) a investir.

THE BEHAVIOR RELATED TO THE PURCHASING DECISION PROCESS OF BOVESPA'S PAPERS: THE INFLUENCE OF MESSAGE FRAMING IN THE SMALL INVESTOR FROM THE MINAS GERAIS STATE

ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the Belo Horizonte citizens' investors buying behavior on BOVESPA stock market buying assets, based on its financial wealth value changes. The exploratory method was applied in this research considering two approaches to the problem: the first one being qualitative exploratory and the other one quantitative descriptive, through the variance analysis method with ANOVA application tests. The study investigated the positive framing effects versus the negative framing effects, in the transmitted message, throughout texts that were inserted in the interviewers answered questionnaires. The questionnaires were applied to investor's member of a Belo Horizonte stock market broker company and university professors that teach finance classes in Belo Horizonte. The results have shown that the majority of the interviewers in the positive framing group are male with ages above 40 years old. It was also shown that the positive message framing (emphasizing the gains from risk prevention) was more persuasive than the negative message framing (emphasizing losses of non risk prevention) and of the informative message (group control). The hypothesis that the positive information has more impact than the negative information corroborates with the Prospects Theory value function. It is concluded in this study that an investor with proper positive information, emphasizing positive framing aspects, will feel secure and motivated to invest in stock market assets.

Keywords: Stock exchange. Message framing. Prospect theory. Risk.

REFERÊNCIAS

- BARBER, B., ODEAN, T. Online investors: do the slow die first? **Review of Financial Studies**, v.15, [s.n.], 2002.
- BLOCK, L. G.; KELLER, P. A. When To Accentuate The Negative: The Effects Of Perceived Efficacy And Message Framing On Intentions To Perform A Health-Related Behavior. **Journal of Marketing Research**, v. XXXII, p. 192-203, [s.n.], mai. 1995.
- BURKE, M. C., EDELL, J. A. The impact of feelings on ad -based affect and cognition. **Journal of Marketing Research**, v.26, fev. 1989.
- DANIEL, K; D. HIRSHLEIFER, A. SUBRAHMANYAM. Investors Psychology and Security Market Under and Overreactions. **Journal of Finance**, n. 53, p. 1839-1885. 1998.
- DANIEL, K; D. HIRSHLEIFER, A. SUBRAHMANYAM. Overconfidence, arbitrage and equilibrium asset pricing. **Journal of Finance**, v.56, [s.n.], 2001.
- FELTON, J.; GILSON, B.; SANBONMATSU, D. M. Preference for risk in investing as a function of trait optimism and gender. **Journal of Behavioral Finance**, p.1-25, [s.n.], 2002.
- FRIESTAD, M.; WRIGHT, P. The Persuasion Knowledge Model: How People Cope With Persuasion Attempts. **Journal of Consumer Research**, v. 21, [s.n.], jun. 1994.
- HOLBROOK, M. B.; GARDNER, M. P. Illustrating a Dynamic Model of the Mood -Updating Process in Consumer Behavior. **Psychology & Marketing**, v. 17, n.3, p. 165-194, 2000.
- HOMER, P. M.; YOON, S.-G. Message *Framing* And The Interrelationships Ad-Based Feelings, Affect, And Cognition. **Journal of Advertising**, v. XXI, n. 1, mar. 1992.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospects Theory: An Analysis on Decision Under Risk. **Econometrica**, v. 47, [s.n.], 1979.
- MAHESWARAN, D.; MEYERS-LEVY, J. The Influence Of Message *Framing* And Issue Involvement. **Journal of Marketing Research**, v. XXVII, [s.n.], ago. 1990.
- MALHOTRA, N. **Pesquisa em Marketing** : uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- MAYER, Feder. V. **A Influência da Estruturação da Mensagem em Comportamentos relacionados à Saúde**: um teste experimental. Universidade Federal do Rio de Janeiro, COPPEAD: Rio de Janeiro, RJ, 2000.
- PAYNE, J. W.; BETTMAN J. R.; JOHNSON, E. J. Behavioral Decision Research: A Constructive Processing Perspectives. **Annual Review Of Psychology**, n. 43, [s.n.], 1992.
- PUTO, C. P. The framing of buying decisions. **Journal of Consumer Research**, v. 14, dez. 1987.

Revista Exame. A Bolsa em 50 mil Pontos. Capa Economia. São Paulo: Abril, ed. 891, ano. 41. n. 07. abr. 2007.

SHIV, B.; EDELL, J. A.; PAYNE, J. W. Factors Affecting The Impact of Negatively And Positively Framed Ad Messages. **Journal of Consumer Research**, v. 24, [s.n.], dez. 1997.

SIMON, H. A. A Behavioral Model of Rational Choice. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 69, n. 1, p. 99-118, fev. 1955.

SIMONSON, I. Get Closer To Your Customers By Understanding How They Make Choices. **California Managemnt Review**, [s.n.], summer 1993.

THALER, R. Mental Accounting and Consumer Choice. **Marketing Science**, v. 4, n 3, p. 199-214, summer 1985.

THALER, R.; JOHNSON, E. Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. **Management Science**, v. 36, n. 6, p. 643-660, 1990.

THALER, R.; TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D.; Schwartz, A. The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test. **Quarterly Journal of Economics**, v. 112, p. 647-661, 1997.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. The Framing of Decisions And The Psychology Of Choice. **Science**, n. 211, set. 1981.

VIEIRA, K. M.; GAVA, A. M. Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental. **Encontro nacional da associação de programas de pós -graduação em administração** – ENANPAD, 29, Brasília, Anais..., 2005.