



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONÔMICO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE

CLEBER BROIETTI

**INFLUÊNCIA DA PERSUASÃO NAS DECISÕES DOS INVESTIDORES:  
EXPERIMENTOS RELACIONADOS AO DESEMPENHO DAS EMPRESAS  
EM AMBIENTES DE INCERTEZA**

FLORIANÓPOLIS

2020

Cleber Broietti

**INFLUÊNCIA DA PERSUASÃO NAS DECISÕES DOS INVESTIDORES:  
EXPERIMENTOS RELACIONADOS AO DESEMPENHO DAS EMPRESAS EM  
AMBIENTES DE INCERTEZA**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação de Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do título de Doutor em Contabilidade.

Orientadora: Profa. Suliani Rover, Dra.

Coorientadora: Profa. Graça Maria do Carmo Azevedo, Dra.

Florianópolis

2020

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Broietti, Cleber  
INFLUÊNCIA DA PERSUASÃO NAS DECISÕES DOS INVESTIDORES :  
EXPERIMENTOS RELACIONADOS AO DESEMPENHO DAS EMPRESAS EM  
AMBIENTES DE INCERTEZA / Cleber Broietti ; orientador,  
Suliani Rover, coorientador, Graça Maria do Carmo Azevedo,  
2020.

213 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em  
Contabilidade, Florianópolis, 2020.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Decisão do investidor. 3.  
Persuasão. 4. Ambiente de incerteza. 5. Desempenho da  
empresa. I. Rover, Suliani. II. Azevedo, Graça Maria do  
Carmo. III. Universidade Federal de Santa Catarina.  
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. IV. Título.

Cleber Broietti

**INFLUÊNCIA DA PERSUASÃO NAS DECISÕES DOS INVESTIDORES:  
EXPERIMENTOS RELACIONADOS AO DESEMPENHO DAS EMPRESAS EM  
AMBIENTES DE INCERTEZA**

O presente trabalho em nível de doutorado foi avaliado e aprovado por banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Profa. Adriana Sbicca Fernandes, Dra.  
Universidade Federal do Paraná (UFPR)

Prof. Paulo Roberto da Cunha, Dr.  
Universidade Regional de Blumenau (FURB)

Profa. Graça Maria do Carmo Azevedo, Dra.  
Universidade de Aveiro (UA) - Portugal

Prof. José Alonso Borba, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Prof. Carlos Eduardo Facin Lavarda, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Certificamos que esta é a **versão original e final** do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Doutor em Contabilidade.

---

Profa. Dra. Ilse Maria Beuren  
Coordenadora do Programa

---

Profa. Dra. Suliani Rover  
Orientadora

Florianópolis, 03 de agosto de 2020.

Este trabalho é dedicado à minha família.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter proporcionado a oportunidade de vida, saúde, disposição e proteção durante as viagens, para enfrentar e superar todos os obstáculos, que não foram poucos, no decorrer do doutorado.

À minha amiga e esposa Fabiele, pelo incentivo ao início da docência, a possibilitar e proporcionar a realização do doutorado, por cuidar da família enquanto eu ficava a 800 km de distância e porque sem você nada seria possível, muitíssimo obrigado!!! Às minhas filhas, Ana Carolina e Maria Vitória, era isso que o papai estava fazendo todos os dias no computador. Espero que um dia vocês achem que valeu a pena.

Aos meus pais, Milton e Lourdes e a minha irmã Aline, que sempre acreditaram, apoiaram e souberam compreender minha ausência em diversos momentos familiares, também agradeço a Maria Conceição “Bisa” pela sua dedicação e zelo em cuidar das minhas filhas para que essa pesquisa fosse realizada.

À minha orientadora Professora Suliani Rover, agradeço por ter aceitado o desafio de iniciar a orientação mesmo com todas as suas atividades em andamento, agradeço o empenho, a disponibilidade, a dedicação e paciência em mostrar o melhor caminho para realização do trabalho. Muito Obrigado!!!

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFSC, pelos conhecimentos transmitidos durante o doutorado e muito obrigado aos professores Marcos Laffin por inicialmente acreditar no meu trabalho, a professora Ilse Maria Beuren, José Alonso Borba, Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, pelas contribuições essenciais para o trabalho, ao professor Antônio Cezar Bornia, Leonardo Flach, pelos conhecimentos transmitidos nas disciplinas. Ao professor Carlos Eduardo Facin Lavarda pelas aulas de seminário de tese que contribuíram para a construção dessa tese. À professora Graça Maria do Carmo Azevedo, gostaria de agradecer a oportunidade e recepção no período do estágio doutoral na Universidade de Aveiro em Portugal.

Agradeço aos colegas de turma de doutorado: João Antônio Salvador de Souza, Gilberto Crispim da Silva, Celma Duque Ferreira, Filipy Furtado Sell, Dalci Mendes Almeida, Daniela Cristina Bern, Marcielle Anzilago, Valkyrie Vieira Fabre e João Teles, aos diversos momentos e convivência que tivemos ao longo do curso. Agradeço também aos colegas do núcleo de pesquisa Fernanda Kreuzberg, Marcelo Machado de Freitas, Marília Paranaíba Ferreira, Robson Benedito Farias, Paulo Alexandre da Silva Pires, Janaína da Silva Ferreira, Juliane Pacheco, Vanessa Noguez Machado e João Henrique Krauspenhar.

Aos professores que estavam presente na banca de Qualificação, que tanto contribuíram para que este resultado fosse alcançado.

A todos os coordenadores de curso das instituições que proporcionaram a possibilidade de realizar a pesquisa nos seus respectivos cursos e também a todos os participantes da pesquisa que se dispuseram a participar do experimento. Ao Governo do Estado do Paraná que possibilitou dois anos de licença capacitação e possibilidade de cursar as disciplinas em Florianópolis. O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES).

“O impossível não é um fato é uma opinião”.

*Mohammed Ali*

## RESUMO

As decisões dos investidores envolvem uma série de atalhos mentais, que inconscientemente têm impacto na hora de escolher um investimento. A persuasão é uma atividade comunicativa, presente no mercado de capitais, capaz de criar atalhos. Essa pesquisa teve como objetivo analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais. O estudo fundamenta-se na persuasão, que está inserida no campo da psicologia social, possibilitando mudar ou reforçar a opinião de quem recebe a mensagem persuasiva. A literatura aponta seis elementos capazes de mudar a atitude das pessoas: reciprocidade; escassez; aprovação social; autoridade; empatia; e consistência. Neste estudo, foi abordado o elemento da autoridade. Esta escolha deve-se ao fato de que o analista financeiro desempenha o papel de autoridade técnica em relação ao mercado de capitais e ainda por este elemento ser considerado o mais persuasivo. Para realizar esta pesquisa, foi utilizado o método experimental, a configuração do experimento foi uma fatorial de 3x2, em que estudantes dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia assumiram o papel de investidor não profissional. Foram criados nove cenários em que as seguintes variáveis foram manipuladas: persuasão; ambiente de incerteza; e desempenho da empresa. Participaram do experimento 864 indivíduos oriundos de sete universidades, sendo três públicas e quatro privadas. Os resultados confirmaram que os argumentos persuasivos de autoridade exercidos pelo analista financeiro, que representa autoridade técnica no mercado de capitais, influenciam a decisão do investidor não profissional. Além desse achado, as análises mostraram que os investidores preferem situações de risco quando comparados com as situações de ambiguidade, e também se constatou que os investidores tendem a escolher mais as empresas que tiveram melhor desempenho do que aquelas que tiveram pior desempenho. A variável persuasão mostrou-se influente quando testada com as outras duas variáveis, deste modo, não se rejeitou a hipótese de que as escolhas dos investidores seriam maiores por investimentos cujo elemento persuasivo estava presente mesmo quando a empresa havia apresentado pior desempenho. Ao realizar a manipulação com as três variáveis em conjunto, constatou-se que a variável persuasão, mais uma vez, mostrou-se decisiva nas escolhas dos participantes. Quanto a análise das características demográficas as pessoas com menor renda mostraram-se mais propensas a aceitar os argumentos persuasivos de autoridade. O trabalho contribuiu para a literatura das finanças comportamentais, ressaltando que a figura do analista financeiro, por meio da sua autoridade técnica, é capaz de criar atalhos na decisão do investidor, inclusive notou-se que os argumentos do analista foram suficientes para amenizar o pior desempenho da empresa, capaz de persuadir o investidor a decidir pela empresa que havia apresentado o pior resultado. Além disso, os resultados desta pesquisa indicam ao investidor não profissional, a necessidade de analisar criticamente as informações antes da escolha por um investimento, pelo fato do elemento persuasivo de autoridade ser capaz de atuar como um gatilho nas decisões.

**Palavras-chave:** Decisão do investidor; Persuasão; Ambiente de incerteza; Desempenho da empresa.

## ABSTRACT

Investor decisions involve a series of mental shortcuts, which unconsciously impact when choosing an investment. Persuasion is a communicative activity, present in the capital market, capable of creating shortcuts. This research aimed to analyze the influence of persuasion on investor decisions related to the performance of companies in environments of uncertainty in the capital market. The study is based on persuasion, which is inserted in the field of social psychology, making it possible to change or reinforce the opinion of those who receive the persuasive message. The literature points out six elements capable of changing people's attitudes: reciprocity; scarcity; social approval; authority; empathy; and consistency. In this study, the element of authority was addressed. This choice is due to the fact that the financial analyst plays the role of technical authority in relation to the capital market and also because this element is considered the most persuasive. To carry out this research, the experimental method was used, the experiment setup was a 3x2 factorial, in which students from the Administration, Accounting and Economics courses assumed the role of non-professional investor. Nine scenarios were created in which the following variables were manipulated: persuasion; uncertainty environment; and company performance. 864 individuals from seven universities participated in the experiment, three public and four private. The results confirmed that the persuasive arguments of authority exercised by the financial analyst, who represents technical authority in the capital market, influence the decision of the non-professional investor. In addition to this finding, the analyzes showed that investors prefer risky situations when compared to ambiguous situations, and it was also found that investors tend to choose more companies that performed better than those that performed worse. The persuasion variable proved to be influential when tested with the other two variables, thus, the hypothesis that investors' choices would be greater for investments whose persuasive element was present even when the company had performed worse was not rejected. When performing the manipulation with the three variables together, it was found that the variable persuasion, once again, proved to be decisive in the choices of the participants. Regarding the analysis of demographic characteristics, people with lower incomes were more likely to accept persuasive arguments of authority. The work contributed to the behavioral finance literature, emphasizing that the figure of the financial analyst, through his technical authority, is capable of creating shortcuts in the investor's decision, including that the analyst's arguments were sufficient to mitigate the worst performance of the company, capable of persuading the investor to decide for the company that had presented the worst result. In addition, the results of this research indicate to the non-professional investor, the need to critically analyze the information before choosing an investment, because the persuasive element of authority is able to act as a trigger in decisions.

**Keywords:** Decision making; Investors; Persuasion; Environment of uncertainty; Company performance.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Trajetória epistemológica da persuasão .....	31
Figura 2 - Itens da persuasão explorados por Aristóteles .....	35
Figura 3- Paradigmas para análise da Teoria Social .....	59
Figura 4- Síntese da operacionalização do experimento .....	66
Figura 5- Desenho da pesquisa.....	92
Figura 6 - Trajetória da pesquisa .....	94

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estudos empíricos com a persuasão .....	37
Tabela 2 - Variáveis da pesquisa .....	61
Tabela 3 - Constructos da pesquisa .....	63
Tabela 4 - Ações para planejamento do experimento.....	73
Tabela 5 - Itens que podem comprometer a validade interna do experimento segundo Smith (2003).....	77
Tabela 6 - Composição dos cenários utilizados no experimento.....	80
Tabela 7 - Quantidade de participantes por instituição e por curso.....	96
Tabela 8 - Gênero dos participantes por curso de graduação .....	97
Tabela 9 - Idade dos participantes por curso .....	98
Tabela 10 - Autoavaliação sobre conhecimento financeiro do participante.....	99
Tabela 11 - Tipos de aplicações financeiras realizadas pelos participantes .....	100
Tabela 12 - Pretensão de investir na bolsa de valores pelos participantes .....	101
Tabela 13 - Número de participantes por cenário e por tipo de IES .....	103
Tabela 14 - Teste Binomial para variável persuasão ( $H_1$ ).....	104
Tabela 15 - Motivos da escolha do investimento para 1.º e 2.º momentos dos cenários 1 e 2105	
Tabela 16 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas para 1.º e 2.º momentos dos cenários 1 e 2 .....	106
Tabela 17 - Escolha dos investidores com a manipulação da variável persuasão.....	108
Tabela 18 - Teste Binomial para a variável ambiente de incerteza.....	110
Tabela 19 - Escolha dos investidores com manipulação da variável ambiente de incerteza..	111
Tabela 20 - Teste Binomial - ambiente de incerteza e persuasão na decisão do investidor para $H_2$ .....	113
Tabela 21 - Motivos da escolha do investimento para o terceiro momento nos cenários 3 e 4 .....	114
Tabela 22 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento dos cenários 3 e 4.....	115
Tabela 23 - Escolhas dos investidores com a manipulação da variável persuasão e ambiente de incerteza para $H_2$ .....	116
Tabela 24 - Teste Binomial - para ambiente de incerteza na decisão do investidor para o terceiro momento dos cenários 1 e 2 .....	117

Tabela 25 - Teste Binomial para a variável desempenho da empresa.....	119
Tabela 26 - Escolhas dos investidores com a manipulação da variável desempenho da empresa .....	120
Tabela 27 - Teste Binomial - para as variáveis persuasão e desempenho da empresa na decisão do investidor para $H_3$ .....	122
Tabela 28 - Motivos da escolha do investimento para o terceiro momento nos cenários 5 e 6 .....	123
Tabela 29 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento dos cenários 5 e 6.....	124
Tabela 30 - Escolhas dos investidores com a manipulação das variáveis persuasão e desempenho da empresa para $H_3$ .....	125
Tabela 31 - Teste Binomial - para as variáveis persuasão e desempenho da empresa para o 1.º e 2.º momentos do cenário 7 .....	126
Tabela 32 - Teste Binomial - para ambiente de incerteza e desempenho da empresa .....	127
Tabela 33 - Escolhas dos investidores com a manipulação das variáveis desempenho da empresa e ambiente de incerteza .....	128
Tabela 34 - Teste Binomial - para as variáveis ambiente de incerteza e desempenho da empresa para o 2.º momento do cenário 8 e 1.º momento do cenário 9 .....	129
Tabela 35 - Teste Binomial - para as variáveis: persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa ( $H_4$ ) .....	130
Tabela 36 - Motivos da escolha do investimento para o 3 momento do cenário 7 .....	131
Tabela 37 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento do cenário 7 .....	132
Tabela 38 - Escolha dos investidores com a manipulação das variáveis persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa para $H_4$ .....	133
Tabela 39 - Teste Binomial para a manipulação de três variáveis .....	134
Tabela 40 - Síntese das hipóteses da pesquisa.....	138

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
CAAE	Certificado de Apresentação para Apreciação Ética
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CSR	Responsabilidade Social Corporativa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IES	Instituição de Ensino Superior
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
MBA	<i>Master in Business Administration</i>
NECC	Núcleo de Pesquisa em Contabilidade e Controladoria
PPGC	Programa de Pós-Graduação de Contabilidade
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>18</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	20
1.2 OBJETIVOS .....	23
<b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....	<b>23</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....	<b>23</b>
1.3 TESE.....	24
1.4 JUSTIFICATIVA .....	25
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	27
<b>2 BASE TEÓRICA</b> .....	<b>29</b>
2.1 ORIGEM E ABORDAGENS DA PERSUASÃO.....	29
2.2 REVISÃO DA LITERATURA .....	33
<b>2.2.1 A persuasão</b> .....	<b>33</b>
<b>2.2.2 Ambiente de incerteza no mercado financeiro</b> .....	<b>44</b>
<b>2.2.3 Desempenho da empresa</b> .....	<b>48</b>
<b>2.2.4 Decisão de investimento</b> .....	<b>51</b>
2.3 POSICIONAMENTO TEÓRICO.....	56
<b>3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA</b> .....	<b>58</b>
3.1 POSICIONAMENTO EPISTEMOLÓGICO .....	58
3.2 DELINEAMENTO DA PESQUISA .....	59
3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA.....	61
3.4 HIPÓTESES DA PESQUISA .....	67
3.5 PROCEDIMENTOS DO EXPERIMENTO .....	72
<b>3.5.1 Design do experimento</b> .....	<b>74</b>
<b>3.5.2 Instrumentos Operacionais</b> .....	<b>84</b>
<b>3.5.3 População e coleta de dados</b> .....	<b>87</b>
<b>3.5.4 Protocolo da pesquisa</b> .....	<b>89</b>
3.6 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS .....	91
3.7 DESENHO DA PESQUISA .....	92
3.8 LIMITAÇÕES .....	94
<b>4 RESULTADOS</b> .....	<b>96</b>
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA .....	96
4.2 RESULTADO E DISCUSSÃO SOBRE AS DECISÕES DE INVESTIMENTOS.....	102
<b>4.2.1 Decisões no cenário de persuasão</b> .....	<b>103</b>

4.2.2 Decisões no cenário de incerteza e persuasão .....	109
4.2.3 Decisões no cenário de persuasão e desempenho da empresa.....	118
4.2.4 Decisões envolvendo manipulação nas três variáveis.....	130
4.3 SÍNTESE DOS RESULTADOS DA PESQUISA.....	135
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>142</b>
5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS .....	144
5.2 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS.....	145
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>147</b>
<b>APÊNDICE A</b> - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido.....	158
<b>APÊNDICE B</b> – Questionário Inicial .....	159
<b>APÊNDICE C</b> – Experimento .....	160
CENÁRIO n.º 1 .....	160
CENÁRIO n.º 2 .....	166
CENÁRIO n.º 3 .....	172
CENÁRIO n.º 4 .....	178
CENÁRIO n.º 5 .....	184
CENÁRIO n.º 6 .....	190
CENÁRIO n.º 7 .....	196
CENÁRIO n.º 8 .....	202
CENÁRIO n.º 9 .....	208



## 1 INTRODUÇÃO

Diariamente, as pessoas tomam decisões, algumas mais complexas, outras menos. Entretanto, todo tipo de julgamento inclui a subjetividade haja vista que o sujeito, ao decidir, procura optar pela condição que lhe trará melhor benefício, ou que tem maior probabilidade de trazer melhores resultados (Hastie, 2001).

As decisões relacionadas às finanças não diferem das decisões que acontecem no dia a dia. Algumas precisam ser tomadas frequentemente, enquanto outras são realizadas de maneira ocasional. Contudo, boa parte dessas decisões são de difícil escolha, principalmente por estarem relacionadas a decisões de investimentos que envolvem várias opções e tornam o ambiente muito incerto (Augustin & Izhakian, 2017).

Na atual conjuntura, muitas são as possibilidades de investimentos. Um exemplo pode ser o mercado de capitais, classificado como aplicação de renda variável. Nos últimos anos, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3) apresentou aumento significativo no número de pessoas físicas que se tornaram investidores. No final do ano de 2016, havia 600.000 investidores cadastrados na B3. Em março de 2020, o número de investidores era superior a 2,2 milhões de pessoas, um aumento aproximado de 270% em menos de quatro anos (B3, 2020).

Todavia, o investimento no mercado de capitais apresenta-se em um ambiente de incerteza, uma vez que a completa previsibilidade do seu comportamento não é algo fácil de conseguir, pois este pode ser movido por elementos políticos, realidades sociais, opiniões e especulações. Esse conjunto de fatores faz aumentar as incertezas sobre o retorno do investimento e o ambiente de incerteza acaba por influenciar o comportamento dos investidores (Du, 2009).

Mesmo sabendo que o mercado de capitais é tão incerto as pessoas optam por este tipo de investimento, pois procuram aplicar os recursos em ativos que lhe podem proporcionar maior rentabilidade (Herling, Lima, Mortiz & Marangoni, 2012). Barberis e Thaler (2005) completam dizendo que os investidores procuram maximizar o retorno sobre o capital investido. Nesse sentido, a opção pelos investimentos no mercado de capitais muitas vezes é pela expectativa de trazer maior rentabilidade em menos tempo.

Especificamente, os investimentos no mercado de capitais oferecem um elevado número de possibilidade de aplicações, a B3 apresenta uma lista com mais de 300 empresas. Deste modo, entender o porquê de o investidor optar em investir em uma empresa e não por outra, é um desafio para a ciência. Para Sarwar e Afaf (2016), há muitos fatores que podem afetar esse tipo de tomada de decisão e os julgamentos dos investidores podem ser sustentados

por vertentes teóricas de duas áreas: a econômica e a psicológica. Pela perspectiva econômica, os investidores procuram alinhar o maior número de informações disponíveis para realizar a decisão mais racional possível. Por sua vez, na perspectiva psicológica, os investidores não têm a capacidade de analisar todas as informações disponíveis de maneira racional, de modo que a tomada de decisão sobre investimento tem envolvimento da carga emocional do indivíduo (Kahneman & Tversky, 1979).

A fim de obter um maior respaldo em suas decisões, os investidores do mercado de capitais tendem a procurar mais informações sobre suas pretensões de investimentos (Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam, 1998). As informações divulgadas pelas organizações de capital aberto são utilizadas pelos investidores para a tomada de decisão e essas informações podem ocorrer de maneira obrigatória ou voluntária (Bokpin, Isshaq & Nyarko, 2014). Ambas as informações, obrigatória e voluntária, influenciam os investidores na decisão dos investimentos (Araújo, Andrade & Girão, 2020). Alguns exemplos de divulgações são as demonstrações financeiras cuja origem é a contabilidade, os relatórios de sustentabilidade e os relatórios dos analistas financeiros.

As informações divulgadas pela contabilidade são importantes para o mercado de capitais, uma vez que esses dados corroboram as escolhas dos investidores e possibilitam analisar o desempenho da organização na qual se pretende investir (Cascino *et al.*, 2014). A análise do desempenho da empresa aumenta a possibilidade de se obter maior retorno (Dumontier & Raffournier, 2002).

Analisar o desempenho da empresa não é uma das tarefas mais fáceis, uma vez que é difícil chegar a uma medida exata do desempenho (Bortoluzzi, Ensslin, Lyrio & Ensslin, 2011). Para Henry e Peytcheva (2018), o desempenho da empresa pode ser observado ao analisar os valores das vendas, do lucro líquido e do retorno das vendas. Já, para Cascino *et al.* (2014), o lucro contábil e o preço da ação são dados significativos para esse acompanhamento. No entanto, outros autores como Abbott e Monsen (1979) e Warokka (2008) afirmam que uma das maneiras de medir o desempenho econômico da empresa é acompanhar a variação no preço da ação.

Neste contexto, nota-se que pelas informações contábeis é possível identificar o desempenho da empresa e constatar se esta obteve melhor ou pior desempenho comparado a um outro período ou até mesmo a outra empresa. O desempenho é considerado melhor quando a empresa obteve resultados superiores ao período anterior e estimado pior quando a empresa apresenta resultados inferiores ao período anterior (Henry & Peytcheva, 2018).

A literatura aponta que os investidores procuram investir em empresas cujo desempenho tenha sido melhor e não investir nas empresas com pior desempenho (Du, 2009). No entanto, o investidor pode ter acesso a outras informações que venham a amenizar os resultados da empresa (Henry & Peytcheva, 2018). Essas informações podem conter recomendações que agem mais facilmente sobre a decisão do investidor (Radoc, 2018). É o caso dos relatórios dos analistas financeiros, que podem conter elementos persuasivos (DellaVigna & Gentzkow, 2010).

Os analistas financeiros ocupam uma das funções mais relevantes na área de investimento de renda variável (Rodrigues, Garcia, Ximenes & Moura, 2015). Os relatórios produzidos por estes profissionais apresentam previsões tendenciosas e otimistas (Doukas, Guo, Lam & Xiao, 2016). Deste modo, o campo de pesquisa sobre decisão de investidor, apesar de ter evoluído significativamente nas últimas décadas, ainda está longe de ser totalmente esclarecido (Nigam, Srivastava & Banwet, 2018; Rodrigues *et al.*, 2015).

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Inicialmente as pesquisas sobre finanças baseavam-se na premissa de que os investidores atuavam de maneira racional, ou seja, os pesquisadores não levavam em consideração os fatores psicológicos individuais na tomada de decisão (Costa, Carvalho, Moreira, & Prado, 2017). Nessa corrente de pensamento denominada de finanças clássicas, o processo de tomada de decisão é baseado em escolhas racionais, em que os agentes assumem que estão bem informados e que suas preferências são estáveis e ordenadas (Nigam *et al.*, 2018).

Outra corrente, surgida na década de 1970, denominada de finanças comportamentais propôs-se a entender as decisões a partir de elementos cognitivos (Lima, 2003). Hastie (2001) demonstrou que as decisões financeiras dos sujeitos são, em sua maioria, baseadas em conteúdos emocionais, de natureza cognitiva e de erros lógicos. Nestes termos, muitas vezes, a suposta racionalidade é trocada por julgamentos intuitivos.

Para esclarecer como esses julgamentos intuitivos acontecem, outras áreas de conhecimento além da área das finanças participam para promover esse entendimento, é o caso da psicologia. Essa área contribui principalmente ao fornecer abordagens e teorias que podem ser utilizadas no cenário financeiro para entender o comportamento do investidor (Sarwar & Afaf, 2016).

Um das abordagens é a persuasão inserida no campo da psicologia social, que surgiu na Grécia Antiga com Aristóteles e foi refinada ao longo dos anos por essa área e outras como a Comunicação e o Direito (Souza, 2002). Os argumentos persuasivos são utilizados desde a antiguidade, como ferramenta para convencer as pessoas a mudarem de atitude (Cialdini, 1984). Também no mercado financeiro, muitas informações divulgadas sobre as organizações contêm elementos persuasivos (DellaVigna, 2009; Han *et al.*, 2017).

Para Cialdini (1984), a persuasão consiste em utilizar argumentos para mudar as decisões, opiniões ou comportamentos dos indivíduos sem utilizar a força física. A persuasão acontece no momento em que o receptor da mensagem adquire uma informação com argumento persuasivo e este modifica o comportamento psicológico dos indivíduos, provocando o desejado comportamento imposto (DeFleur & Ball-Rokeach, 1982).

Durante o processo de decisão, o cérebro humano processa informações a fim de encurtar o caminho que permite uma análise rápida para a escolha, Kahneman (2012) denomina esse processo de atalho para decisão. Em decisões financeiras que apresentam uma grande quantidade de informações, as pessoas tendem a simplificar o processo de decisão (Duclos, 2015).

Autores como Santos e Barros (2011) e Winchel (2015) identificaram que o indivíduo não tem controle total sobre seu comportamento econômico, assim o processo de escolha não é inteiramente racional. No processo de decisão, as pessoas tentam reduzir a complexidade do problema para simplificar sua solução, por meio de atalhos (Kahneman & Tversky, 1979). Nestas circunstâncias, os argumentos persuasivos são capazes de oferecer os atalhos no qual podem influenciar a tomada de decisão das pessoas (Cialdini, 1984).

Nesse sentido, Cialdini (1984) alega que a persuasão pode ser elucidada por meio de seis elementos que contribuem para a mudança no comportamento do indivíduo: reciprocidade; autoridade; empatia; aprovação social; consistência; e escassez. Alguns estudos utilizaram a persuasão para constatar a mudança de comportamento na tomada de decisão: Shu e Cheng (2012) constataram que os elementos persuasivos de escassez e autoridade foram determinantes para pessoas utilizarem o cartão de crédito nas compras; Bickart, Morrin e Ratneshwar (2015) identificaram que o princípio da confiança presente no elemento da reciprocidade influencia o cliente na compra; Han *et al.* (2017) verificaram o impacto da persuasão nas informações sobre financiamentos; deste modo, torna-se relevante realizar um estudo que verifique a influência do elemento de autoridade na tomada de decisão de investidores no mercado de capitais.

O elemento de autoridade acontece quando o sujeito aceita argumentos de pessoas que detêm conhecimento técnico sobre algum assunto (Sagarin, Cialdini, Rice, & Serna, 2002). Dentre os seis elementos listados por Cialdini (1984), o de autoridade, segundo Damasceno e Iglesias (2014), destaca-se como o mais persuasivo. Especificamente neste estudo, o analista financeiro desempenha o papel de especialista técnico em relação ao complexo e incerto mercado de capitais (Brauer & Wiersema, 2018; Hutton, Lee & Shu, 2012; Radoc, 2018).

O mercado de capitais é caracterizado por proporcionar um ambiente de incerteza. Este pode acontecer em duas situações: ambiguidade e risco. A primeira acontece quando o indivíduo não tem conhecimento da probabilidade dos resultados e a segunda, quando o indivíduo tem consciência das probabilidades (Agliardi, Agliardi & Spanjers, 2016). Para Augustin e Izhakian (2017), é necessário realizar mais estudos para compreender o comportamento do indivíduo em situações de incerteza.

Para avaliar a incerteza, os investidores têm à disposição os dados contábeis que são divulgados pelas empresas presentes no mercado de capitais (Dumontier & Raffounier, 2002). Nesse sentido, as informações contábeis e financeiras auxiliam na tomada de decisão, principalmente para entender o que aconteceu no passado e tentar prever uma tendência do que acontecerá no futuro, além de fornecer dados para analisar o desempenho da empresa (Socea, 2012). O desempenho da empresa pode ser melhor ou pior quando comparado ao período anterior e, conforme Cascino *et al.* (2014) e Warokka (2008) as informações como as de lucro líquido, patrimônio líquido e o preço da ação são utilizadas pelo investidor para acompanhar o desempenho da organização.

Existem também dados fornecidos por outras entidades, não ligadas a empresa, que podem transmitir confiança aos investidores. É o caso dos relatórios dos analistas financeiros, profissionais que possuem a chamada autoridade técnica do mercado de capitais (Brauer & Wiersema, 2018).

Os analistas financeiros são intermediários entre as empresas e os investidores, capazes de verificar as atividades corporativas com o intuito prever o desempenho das empresas (Hofer & Oehler, 2014). A organização pode apresentar resultado melhor ou pior comparado ao período anterior. Entretanto, o analista, algumas vezes, utiliza-se do viés otimista, mesmo que essas empresas tenham apresentado resultados piores do que aqueles do período anterior (Brauer & Wiersema, 2018). Para isso, tais profissionais recorrem a argumentos persuasivos, na tentativa de influenciar a decisão do investidor (Han *et al.*, 2017). No entanto, ainda não se sabe se elementos persuasivos são capazes de influenciar a decisão

de investidores, quando a empresa apresentou desempenho pior que o registrado no período anterior (Winchel, 2015).

Diante do exposto, o mercado de capitais apresenta-se como complexo e incerto, e é nesse cenário, no qual várias informações divulgadas são utilizadas para acompanhar o desempenho da empresa, que a mensagem persuasiva pode ser o diferencial para que este indivíduo tome sua decisão de investimento. Nesse sentido, tem-se a seguinte questão de pesquisa: *Qual a influência da persuasão nas decisões dos investidores com relação ao desempenho das organizações em ambientes de incerteza no mercado de capitais?*

## 1.2 OBJETIVOS

Os objetivos delimitam as ações do sujeito na pesquisa, são as metas que se pretende alcançar. Para Sampieri, Collado e Lucio (2013), a inserção dos objetivos em um estudo tem como finalidade contribuir com a resolução do problema proposto.

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do estudo é analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Com base no objetivo geral, em termos específicos, busca-se:

- a) Verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores;
- b) Investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza;
- c) Constatar o efeito da persuasão quanto às decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas.

### 1.3 TESE

A influência que determinados indivíduos exercem sobre outros pode ser explicada pela persuasão, a qual está inserida no campo da psicologia social (Crano & Prislin, 2006). A persuasão ocorre em ambientes que proporcionam a interação social, promovida por uma pessoa denominada de orador, que é capaz de moldar, reforçar ou mudar a opinião de outras pessoas denominadas receptores, por meio de argumentos, sem utilizar a força física (Cialdini, 1984).

De acordo com Cialdini (1984), uma pessoa, ao passar pelo processo de persuasão, produz um conjunto de características ligadas ao consentimento. Para cada uma dessas características, existe um elemento persuasivo. Esse autor listou seis elementos, pelos quais a persuasão pode ocorrer: aprovação social; autoridade; consistência; empatia; escassez; reciprocidade.

A persuasão foi utilizada em diversos estudos e nos mais variados ambientes, sempre com o intuito de explicar a mudança de atitude do indivíduo (Bhattacharjee & Sanford, 2006; Han *et al.*, 2017; Shu & Cheng, 2012; Wood, 2000). Winchel (2015) utilizou a persuasão para verificar o impacto da tomada de decisão dos investidores, porém, aplicou apenas o item confiança, que está inserido no elemento persuasivo da empatia. Para esta tese foi utilizado o elemento da persuasão da autoridade, apontado pela literatura como o mais persuasivo (Damasceno & Iglesias, 2014).

Antes de decidir o tipo de investimento, os investidores financeiros deparam-se com uma variedade de opções. Esse tipo de situação fornece ao indivíduo um ambiente de dúvida (Santos & Barros, 2011). As pessoas em ambientes inseguros podem tomar decisões equivocadas, distantes de parâmetros racionais (Kahneman & Tversky, 1979). Desse modo, o mercado financeiro proporciona ao investidor um cenário de incerteza na tomada de decisão (Winchel, 2015).

A incerteza pode ocorrer em duas situações distintas: risco e ambiguidade. A situação de risco acontece quando as probabilidades são conhecidas. Por outro lado, o termo ambiguidade é utilizado para casos nos quais não há a possibilidade de identificar as probabilidades (Agliardi *et al.*, 2016). O investidor procura por informações, para diminuir a incerteza e uma dessas informações pode ser o relatório dos analistas financeiros, cuja finalidade é auxiliar o usuário na tomada de decisão (Daniel *et al.*, 1998). Todavia, Winchel (2015) alerta que, nos relatórios dos analistas, há presença de elementos persuasivos. Neste estudo, espera-se identificar que os cenários de riscos são os preferidos dos investidores

quando comparados a cenários ambíguos.

Ainda com relação a informações, sabe-se que a contabilidade é responsável por fornecer dados sobre o desempenho das empresas, pois é ela quem registra e divulga as transações realizadas pela organização. O desempenho da empresa com relação ao período anterior pode ser comparado através de dados fornecidos pela contabilidade que, em suma, são melhores ou piores. Segundo o estudo de Du (2009), o investidor procura aplicar seus recursos em uma organização cujo resultado tenha sido melhor que aqueles registrados no período anterior.

Os indicadores que podem ser utilizados para acompanhar o desempenho da empresa levanta muitas dúvidas, Cascino *et al.* (2014) afirmam que o lucro contábil e o preço da ação são significativos para a decisão do investidor. Camargos e Barbosa (2005) mencionam que os indicadores financeiros contribuem para escolha do investidor, já Warokka (2008) argumenta que o patrimônio líquido e o lucro líquido ajudam no julgamento do investidor. Para a presente tese, utilizou-se como informações de desempenho da empresa o lucro líquido, o patrimônio líquido e preço da ação.

Kahneman e Tversky (1979) afirmaram que o indivíduo busca reduzir o grau de incerteza por meio de atalhos, utilizando caminhos que levem a decisões rápidas. Assim, respaldado pela persuasão, declara-se nesta tese, que, em ambientes de incerteza, o argumento persuasivo de autoridade influencia os investidores a optarem por aquele investimento no qual o elemento persuasivo esteja presente, mesmo em situações nas quais o desempenho da empresa tenha sido pior que o verificado no período anterior.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA

O presente estudo busca fomentar maior debate e conhecimento a respeito dos elementos da persuasão associados a decisões de investidores. Existe uma ausência teórica e empírica na compreensão da persuasão e isso ocorre porque são raros os estudos que investigam a persuasão na comunicação com o investidor (Nwagbara & Belal, 2019). Apesar da literatura anterior (DellaVigna, 2009; Han *et al.*, 2017) apontar que existem argumentos persuasivos nas informações sobre as organizações, não está claro como esses argumentos podem atuar nas decisões dos investidores.

A literatura aponta que indicadores financeiros oriundos da informação contábil contribuem para a tomada de decisão do investidor (Gassen & Schwedler, 2010), pois, dentre as informações que podem ser acessadas pelos investidores, há diversos relatórios que tiveram

sua origem na contabilidade. É o caso dos relatórios dos analistas, que utilizam dados contábeis para disseminar informações aos interessados, ou seja, vários dos argumentos que constam nos relatórios resultam de ou são respaldados em dados contábeis (Winchel, 2015). No entanto, não está perceptível em qual é o comportamento do investidor em ambientes de incerteza relacionadas a informações contábeis (Augustin e Izhakian, 2017). Nesse sentido, o estudo traz contribuições para a área contábil, ao investigar a reação do investidor quando exposto a situações de incerteza, tendo as informações contábeis do lucro, do patrimônio líquido e do valor da ação representando o desempenho da empresa.

Este trabalho se propõe a cooperar com a área de finanças comportamentais, campo de interface entre a psicologia e as finanças, que estuda a racionalidade do tomador de decisão (Castro Jr. & Famá, 2002). Lima (2003) afirma que a discussão sobre finanças comportamentais ainda está longe de ser resolvida e Yang e Ju (2012) acrescentam que esta área não tem suas pesquisas esgotadas. Nessa linha, Brenner e Izhakian (2018) destacam que há pouca literatura sobre o impacto da ambiguidade no comportamento do investidor. Ademais, Du (2009) completa afirmando que há poucas investigações que relacionam o ambiente de incerteza e as informações contábeis, principalmente com relação à ambiguidade. Nesse sentido, Agliardi *et al.* (2016) advertem que há fenômenos mal compreendidos nas finanças que carecem de mais pesquisas, dessa maneira esta tese propõe investigar o impacto da persuasão em ambientes de incerteza.

A pesquisa pretende ajudar a constatar se as informações contábeis, que auxiliam a identificar o melhor ou o pior desempenho da empresa são importantes para o investidor na tomada de decisões. A literatura anterior (Du, 2009; Henry & Peytcheva, 2018), não deixa evidente se o pior desempenho pode ser amenizado por argumentos persuasivos de autoridade. Dessa forma, entender o impacto dos argumentos persuasivos em um cenário de pior desempenho é tão importante quanto em situações de melhor desempenho, porque os investidores apresentam aversão a perdas e tendem a senti-las com mais intensidade do que com os ganhos.

A originalidade deste estudo está em analisar a associação do elemento persuasivo de autoridade, presente nos relatórios dos analistas, com relação à decisão dos investidores em ambientes caracterizados pela incerteza, levando em consideração o desempenho (melhor ou pior) da empresa.

A contribuição prática desse trabalho está no sentido de mostrar aos investidores que argumentos persuasivos de autoridade podem ser determinantes na tomada de decisão do investidor. O mercado de capitais é um ambiente que traz muita insegurança e incerteza para

o indivíduo que pretende investir, há muitas informações disponíveis que podem ser acessadas facilmente (Agliardi *et al.*, 2016). Com este estudo procura-se mostrar ao investidor que é importante ficar atento aos argumentos utilizados nos dados disponíveis e que estes devem ser analisados com cautela antes da tomada de decisão, para que não se tome decisões equivocadas.

O trabalho também justifica ao contribuir para os investidores, cujo perfil apresenta média de idade de até 25 anos, essa faixa etária representa a maioria da amostra da pesquisa. Os investidores com essa média idade correspondem a cerca de 15% do total dos investidores da B3, entretanto, essa faixa etária foi a que mais cresceu no período de 2019 e 2020, cerca de 400%, enquanto o aumento total do número de investidores na bolsa, nesse mesmo período, foi de 170% (B3, 2020).

Este trabalho também contribui para o Núcleo de Pesquisa em Contabilidade e Controladoria (NECC), do Programa de Pós-Graduação de Contabilidade (PPGC) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). O núcleo de pesquisa tem desenvolvido diversas pesquisas (Alves & Borba, 2009; Guzzo, Rosa, Alberton, & Borba, 2014; Rover, Wuerges, Tomazzia, & Borba, 2009) relacionadas à divulgação de informações contábeis aos seus usuários. A presente pesquisa amplia o alcance do grupo incluindo estudos sobre as finanças comportamentais, ou seja, proporciona pesquisar o comportamento dos investidores na tomada de decisão.

Assim, a presente tese busca suprir a lacuna acerca dos argumentos persuasivos de autoridade e sua influência na decisão de investidores, principalmente relacionadas ao desempenho da empresa na qual se pretende investir.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O capítulo introdutório apresenta os principais aspectos abordados no estudo. Inicia-se com a contextualização sobre a decisão de investidor em ambientes de incerteza e o desempenho da empresa, seguido do problema de pesquisa, o objetivo geral e os específicos, a declaração da tese e a justificativa do trabalho. A última seção destina-se a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo contempla a base teórica do estudo. Primeiramente, descreve-se a trajetória epistemológica da persuasão, iniciada na Grécia Antiga com Aristóteles, e apresenta-se a descrição dos seis elementos da persuasão apontados por Cialdini (1984) com ênfase no elemento da autoridade. Na continuidade, apresenta-se a revisão da literatura com

as abordagens da persuasão, o ambiente de incerteza no mercado financeiro, o desempenho da empresa e a decisão do investidor pelas finanças comportamentais. Por último, apresenta-se o posicionamento teórico da pesquisa.

O capítulo três apresenta a metodologia que foi utilizada no estudo. Inicialmente, descreve-se o posicionamento epistemológico baseado em Burrell e Morgan (1979). Na sequência, o delineamento da pesquisa, o constructo e, depois, as hipóteses que foram elaboradas com base em argumentos teóricos. Em seguida, estão descritos os procedimentos do experimento que contemplam o *design*, os instrumentos operacionais, a população e a coleta de dados. Os procedimentos de como foram analisados os dados aparecem após os procedimentos do experimento. Na penúltima seção do capítulo, apresenta-se o desenho da pesquisa e, na última seção, as limitações do estudo.

No quarto capítulo, são apresentadas as análises e discussão dos resultados. Inicia-se a seção com o perfil dos participantes do experimento. Na sequência, são apresentadas as decisões dos investidores envolvendo o ambiente de incerteza, o desempenho da empresa e a persuasão. Na última seção, realiza-se uma síntese dos resultados encontrados na pesquisa.

No quinto e último capítulo da tese, são apresentadas as conclusões, as contribuições e as recomendações para pesquisas futuras.

## 2 BASE TEÓRICA

Este capítulo é composto por três tópicos principais: trajetória epistemológica da persuasão; a revisão da literatura na qual contém a definição da persuasão, o ambiente de incerteza, o desempenho da empresa e a decisão do investidor; e o posicionamento teórico escolhido para o estudo.

### 2.1 ORIGEM E ABORDAGENS DA PERSUASÃO

A persuasão surgiu na Grécia Antiga com a oratória, onde eram geralmente realizadas por pessoas que se expressavam bem em público e por isso tinham maior influência sobre os outros indivíduos (Souza, 2002). A argumentação e a retórica compõem o território teórico que sustenta o estudo da persuasão. Para Larrain e Haye (2012), existe uma relação muito próxima entre a persuasão e a retórica, podendo-se considerar a retórica como o principal mecanismo da comunicação persuasiva.

O pioneiro e primeiro professor da técnica da retórica foi Górgias Leontinos natural de Atenas, nascido por volta do ano de 427 a.C.. Para Górgias, o discurso deveria provocar o receptor da mensagem até deixá-lo totalmente persuadido (Reames, 2016). Por volta do ano 347 a.C. Isócrates, orador Ateniense, contemporâneo e rival de Platão, introduziu a retórica no currículo escolar de Atenas, pois, para os intelectuais gregos saber se defender com o uso de argumentos era parte essencial da educação e cultura grega (Souza, 2002). Isócrates também foi o primeiro a defender que o processo de persuasão ocorria de maneira interna no indivíduo (Larrain & Haye, 2012).

Já Aristóteles, aluno de Platão, é quem transforma a retórica em um dos principais recursos persuasivos. Para ele, o emissor da mensagem utiliza esse recurso para influenciar outras pessoas. Um bom orador na antiguidade era aquele que sabia argumentar bem e possuía conhecimento sobre a área psicológica (Souza, 2002).

Segundo Shen (2013), Aristóteles foi o pioneiro na construção da abrangente Teoria da Persuasão, utilizando-se de recursos argumentativos, além de dedicar-se a estudar e entender os fatores psicológicos da persuasão, principalmente as características do orador (Tindale, 2013).

Uma das principais características do orador é que este deve passar confiança para as pessoas que estão ouvindo a mensagem, de modo que a pessoa que pretende usar a persuasão deve se preocupar também, com a sua imagem e não apenas com a mensagem (Souza, 2002).

Segundo Souza (2002), o orador para ser convincente deveria utilizar um estilo pacífico, claro e original. Para esse autor, o recurso literário mais significativo da oratória era a metáfora.

Posteriormente, no século XIX, alguns estudos sobre a persuasão receberam contribuições específicas de, ao menos, duas áreas de conhecimento: a Psicologia e a Comunicação. Entretanto, pode-se dizer que a persuasão é um assunto interdisciplinar, pois, seu entendimento pode ocorrer simultaneamente nessas duas áreas. Alguns pesquisadores, inseridos na área da Comunicação realizaram estudos no final do século XIX, com relação às alterações nos padrões de vida trazidas pela comunicação em massa, inicialmente com o rádio, que tinha uma grande abrangência, sendo possível alcançar várias pessoas ao mesmo tempo e capaz de influenciar o público (Cambra & Herrero, 2013).

Entre os investigadores destaca-se Gustave Le Bon, que em 1895, escreveu sobre a psicologia das multidões e procurou descrever as reações de grupos subordinados à mídia (Serra, 2007). No entanto, o principal pesquisador foi Lasswell, que realizou suas pesquisas na década de 1920. As pesquisas desse autor levaram a criação da Teoria da Hipodérmica, cujas evidências empíricas ficaram mais notórias quando Adolf Hitler utilizou o rádio a fim de persuadir o povo alemão a participar da Segunda Guerra Mundial (Moy & Bosch, 2013).

Na década de 1940, as pesquisas de DeFleur mostraram que para mudar a atitude do indivíduo era necessário levar em consideração o fator cognitivo de cada um. Esse pensamento levou a uma nova teoria, também oriunda da persuasão, denominada de Teoria Empírica Experimental. Para essa Teoria, persuadir o destinatário só é possível se a mensagem se adequar aos fatores pessoais de cada indivíduo. Além disso, a mensagem precisa ter características particulares que possam se integrar aos traços de personalidade do receptor da mensagem (DeFleur & Ball-Rokeach, 1982).

Na década de 1980, Denis Huisman classificou a comunicação persuasiva em diversas fases: (1) fase pedagógica, na qual o orador procura alterar o posicionamento do ouvinte sobre determinado assunto, transmitindo-lhe algum tipo de elemento persuasivo; (2) fase paradigmática, onde o emissor deixa os argumentos agirem enquanto continua realizando a comunicação no sentido de persuadir o receptor; e (3) nova fase pedagógica, na qual o próprio receptor inicial da mensagem torna-se o novo emissor da mensagem, depois de ter interiorizado o argumento persuasivo e se convencido da mensagem (DeFleur & Ball-Rockeach, 1982).

A Figura 1 mostra a evolução da abordagem da persuasão, evidenciada por algumas obras com viés na área da Psicologia e da Comunicação.

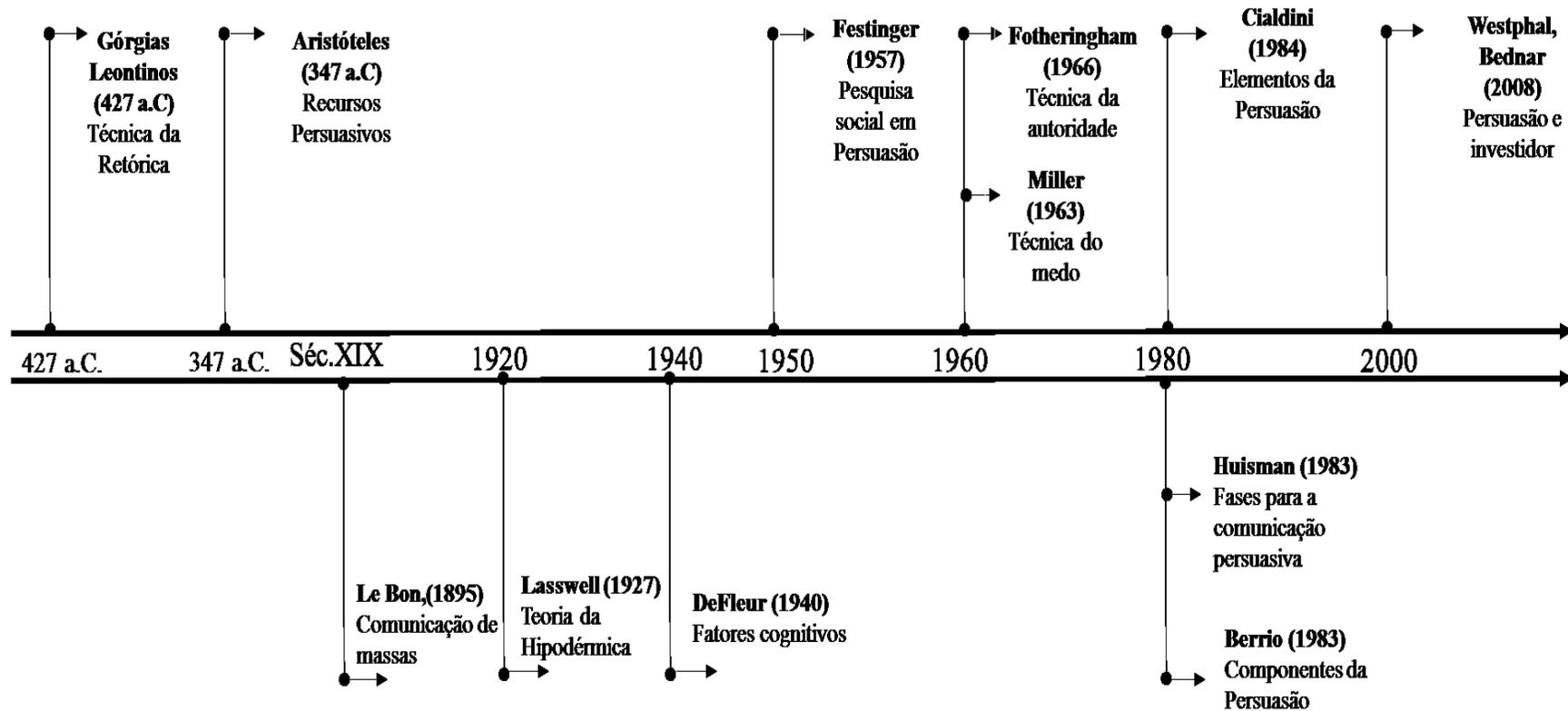


Figura 1- Trajetória epistemológica da persuasão  
 Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Também na década de 1980, Berrio (1983) introduz os quatro componentes que compõem a persuasão comunicativa: (1) o comunicador, aquele que passa a mensagem persuasiva; (2) a mensagem; (3) a maneira como a mensagem é comunicada, na qual, pode ser escrita, falada, gravada, etc.; e (4) as características particulares do público, podendo ter alta ou baixa autoestima.

A persuasão esteve presente também na área do Direito, cuja contribuição ocorreu pelo filósofo belga Chaim Perelman, que em 1958 inaugurou a Teoria da Nova Retórica. Essa Teoria não está preocupada apenas com o discurso e as abordagens psicológicas da argumentação, mas também com a intensidade dos argumentos para o público. Para Perelman é relevante que o orador conheça as características do auditório (Tindale, 2013).

Na parte superior da Figura 1, os pesquisadores apresentam viés mais psicológico da persuasão, que começaram na metade do século XX (Shen, 2013). O primeiro estudo científico de natureza social em persuasão foi realizado por Festinger em 1957. Segundo Crano e Prislin (2006), Festinger foi responsável também pela criação da Teoria da Consistência. Tal Teoria está inserida na verificação do comportamento social humano, principalmente sobre mudanças de atitudes, relações interpessoais e atividades pessoais, buscando, a utilização da consistência como mecanismo resolutivo de situações de dúvidas.

Em 1963, Gerald Miller propôs o modelo de unidade, cujo pressuposto consiste em que o medo é o incentivo no qual desperta no sujeito a intenção de aceitar a mensagem persuasiva, isso pode acontecer quando há uma ameaça potencial na qual pode ser prevenida, ou para deter certas atitudes prejudiciais para o indivíduo (Shen, 2013). Ainda na década de 1960, Fotheringham (1966) contribuiu com a afirmação de que o uso da autoridade é um elemento eficaz para persuadir o receptor da mensagem, ou seja, quando a mensagem é enviada por um especialista (autoridade) de um determinado assunto, essa mensagem tem muito mais chance de ser aceita pelo receptor.

Cialdini (1984) apresentou e consolidou seis elementos da persuasão: reciprocidade, consistência, autoridade, aprovação social, escassez e empatia. Todos esses elementos têm a finalidade de mostrar como é possível desenvolver habilidades de comunicação e como mensagens persuasivas podem influenciar as pessoas na tomada de decisão. Por fim, algumas pesquisas empíricas sobre os efeitos da persuasão nos investidores surgiram no século XXI, dentre elas a de Westphal e Bednar (2008), que buscaram entender como os executivos usam a persuasão para impedir que poderosos investidores consigam realizar mudanças na governança corporativa e nas estratégias das organizações.

Nota-se que a persuasão apresenta uma ampla abordagem, atuando em várias áreas distintas. Apesar de ser difícil estabelecer fronteiras entre as diferentes áreas de atuação do processo da persuasão, essa abordagem foi responsável em originar várias teorias, como a Teoria da Consistência, Teoria da Hipodérmica, Teoria Empírico Experimental e Teoria da Nova Retórica.

Nessa seção foi apresentada a origem e as abordagens da persuasão, se mostrando como uma abordagem interdisciplinar, que caminha principalmente em duas áreas do conhecimento a Psicologia e a Comunicação. Neste estudo, optou-se em utilizar como principal referência os trabalhos com viés psicológico. Na próxima seção será apresentada a revisão da literatura, divididos nos seguintes itens: persuasão; ambiente de incerteza; desempenho da empresa; e decisões dos investidores.

## 2.2 REVISÃO DA LITERATURA

Essa seção está dividida em quatro tópicos, nos quais apresentam os itens da literatura que guiam o entendimento do objetivo proposto da pesquisa: o primeiro tópico apresenta as abordagens da persuasão, na qual procura explicar o desenvolvimento da persuasão durante a história e apresenta os seis elementos da persuasão proposto por Cialdini (1984); no segundo tópico é discutido o ambiente de incerteza gerado pelo mercado de capitais, enfatizando os cenários de risco e de ambiguidade; no terceiro tópico é apresentado o desempenho da empresa, o qual pode apresentar melhor ou pior resultado quando comparado ao período anterior, para medir esse desempenho este estudo fez uso de informações oriundas da contabilidade (lucro líquido, patrimônio líquido e preço de ação); e, no último tópico a tomada de decisão de investidores pela corrente das finanças comportamentais.

### 2.2.1 A persuasão

A definição da persuasão dada por Shen (2013) é de uma atividade comunicativa capaz de alterar, fortalecer ou moldar o pensamento de outro indivíduo sobre determinado assunto. Souza (2002) afirma que a persuasão é o resultado da ação de uma pessoa ao tentar convencer a outra. Ainda, Shen (2013) lista itens, os quais a persuasão é capaz de realizar: construir a realidade sobre determinadas questões; alterar as relações sociais e públicas;

resolver conflitos, que resultam no comprometimento das vontades das partes envolvidas; procurar recompensas e benefícios, com mudança de atitude de outras pessoas.

Para Souza (2002), a persuasão classifica os argumentos em técnicos e não técnicos: os primeiros são os que o orador produz para incorporar sua própria argumentação e; os argumentos não técnicos são os que se classificam independentemente do orador (leis, tratados, documentos, etc.).

Os recursos técnicos, produzidos pelo orador, são compostos por três elementos: o primeiro, denominado *ethos*, que significa caráter (ética), ou seja, o emissor da mensagem ao ser considerado uma pessoa íntegra ganha mais facilmente a confiança dos ouvintes, nesse caso trata-se da impressão que o orador dá de si mesmo ao público (Tindale, 2013). Berrio (1983) complementa dizendo que, o caráter do emissor da mensagem é tão importante quanto à própria mensagem, de modo que, as características de um comunicador podem torná-lo mais persuasivo.

Shen (2013) ressalta a importância da boa reputação na narrativa de persuasão, tendo em vista que, o emissor da mensagem que apresente boa reputação terá seus argumentos aceitos mais facilmente. Um estudo que corrobora o papel da integridade do emissor da mensagem foi o de Bickart *et al.* (2015), ao analisarem a atuação do vendedor utilizando como base a abordagem da persuasão. Os resultados do experimento evidenciaram que o elemento da confiança deve ficar evidente para os clientes, só assim o vendedor consegue mudar sua atitude.

O segundo recurso técnico é o *páthos* (aquilo que afeta), está relacionado à emoção dos ouvintes. Nesse caso, o emissor da mensagem tem como objetivo conseguir que seu argumento seja aceito pelo destinatário e, para isso, o emissor deve adaptar-se a seu público alvo (Shen 2013). Shu e Cheng (2012) afirmam que o público é o mais significativo entre todos, pois é quem decide se mudará de atitude ou não, independentemente da argumentação, da maneira que ela é imposta, ou quanto de prestígio apresenta o emissor da mensagem. Ademais, a partir da realização de experimento com base em argumentos persuasivos para a aceitação de novas tecnologias da informação, Bhattacharjee e Sanford (2006) constataram a necessidade de personalizar a mensagem de maneira específica para cada usuário da informação.

O terceiro recurso técnico denominado de *logos*, que significa a argumentação utilizada pelo orador (Dillard, 2019), especificamente, como acontece à comunicação da mensagem persuasiva. A mensagem deve corresponder a um conjunto de argumentos ligados entre si a fim de buscar o consenso do ouvinte ao final da comunicação. Na argumentação, os

ouvintes da mensagem podem entrar em conflito por já ter admitido outros argumentos contraditórios a nova argumentação e, para conseguir a adesão desse tipo de público é preciso estar bem fundamentado e com novos dados. A Figura 2 mostra todos os itens sobre a persuasão explorados por Aristóteles.

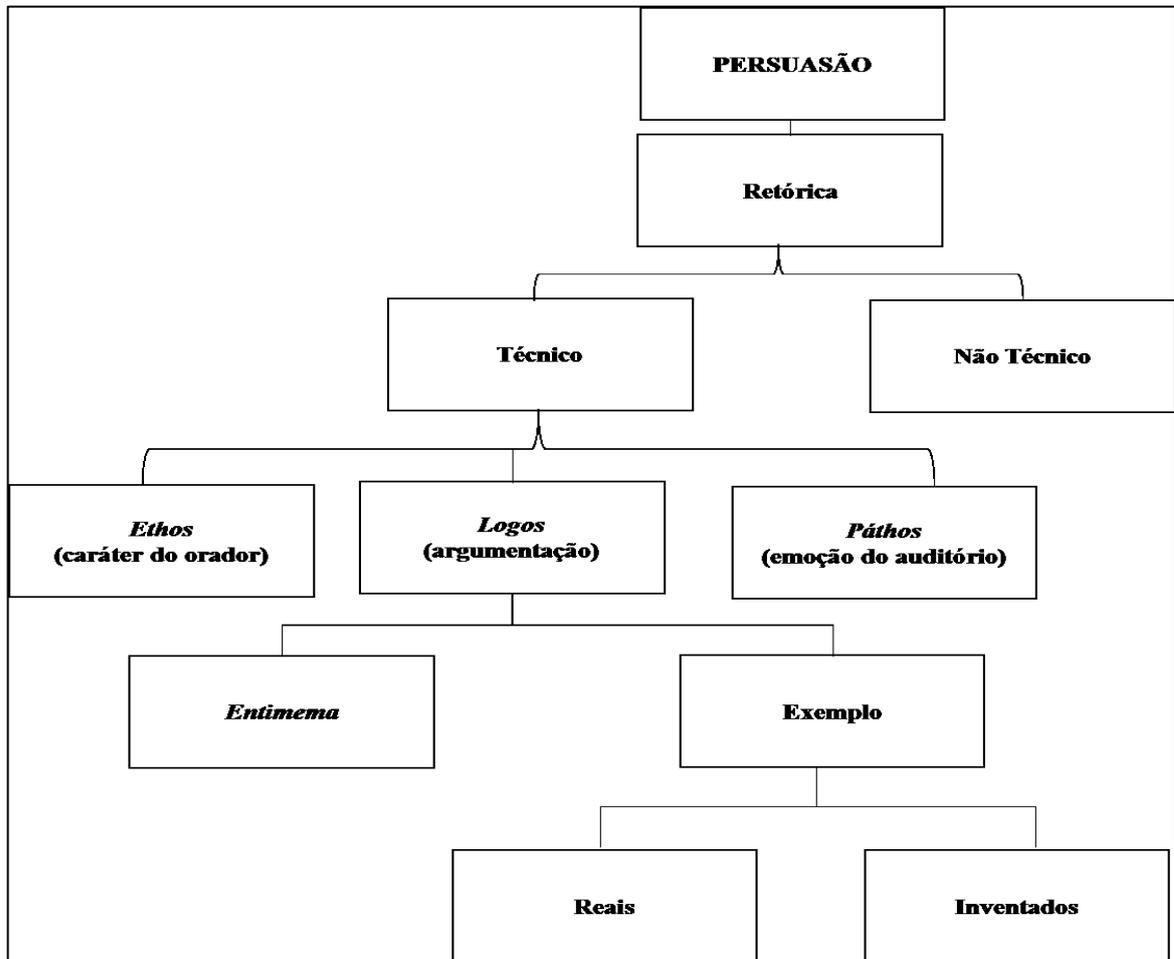


Figura 2 - Itens da persuasão explorados por Aristóteles

Fonte: Adaptada de Souza (2002).

O *logos*, que consiste no discurso argumentativo do orador dispõe de dois recursos: o *etimema* e o exemplo. O primeiro acontece por dedução pela própria oratória, utiliza argumentos com semelhança a resultados científicos. Já no exemplo, este ocorre pela indução, por meio da utilização de casos e histórias, para conseguir persuadir os indivíduos (Souza, 2002). Os recursos técnicos dados na Grécia Antiga (*ethos*, *páthos* e *logos*) são utilizados até hoje para compreender como esses elementos são essenciais para tornar a persuasão eficaz.

DeFleur e Ball-Rokeach (1982) enfatizam a importância *logos* como responsável pela persuasão eficaz. Segundo esses autores, a informação proporcionada pelo emissor da mensagem modifica o comportamento psicológico dos sujeitos, como necessidades, atitudes,

medos, etc., proporcionando o desejado comportamento imposto. A persuasão está ligada a fatores psicológicos e que deve levar em consideração as diferenças individuais.

Para DeFleur e Ball-Rokeach (1982) se os fatores cognitivos influenciam o comportamento humano, e se estes puderem ser mudados a consequência é que a atitude também será alterada. Nesse pensamento, o fator psicológico mais complexo e mais debatido em relação ao comportamento humano é a atitude. A persuasão surge como uma estratégia comunicativa que procura mudar a atitude do indivíduo. Essa estratégia precisa ser planejada quanto à sua construção, pois tanto a mensagem, como o argumento persuasivo e toda a atividade comunicativa passa pelo processo de interação de quem a recebe (Shen, 2013).

A ação de persuadir só será eficaz se o receptor da mensagem concordar com os argumentos e seguir as recomendações da mensagem (Winchel, 2015). DeFleur e Ball-Rokeach (1982) corroboraram esse pensamento dizendo que a confirmação da persuasão ocorre quando acontece a modificação real do comportamento do indivíduo. Fotheringham (1966, p.7, tradução nossa) menciona que o processo da persuasão é “[...] um conjunto de efeitos nos receptores, relevantes e úteis para as metas desejadas pela fonte, ocasionados por um processo em que as mensagens foram importantes determinantes daqueles efeitos”. O autor complementa dizendo que a maneira de transmitir a mensagem pode ser verbal, não verbal ou a combinação entre os dois tipos, e enfatiza que para ocorrer à persuasão é necessário que o receptor acredite na mensagem recebida.

Sobre o processo da persuasão, este acontece em meio à interação social na qual a atitude das pessoas é mudada. Machado (1997) considera que alterar a opinião de outra pessoa é criar emoções ainda não existentes nesse indivíduo. Para esse autor, o ato de persuadir acontece quando uma pessoa se direciona a outra com argumento para mudar o comportamento da primeira.

De acordo com Zhang Zhang, Barnes, Zhao e Zhang (2018), o processo persuasivo pode acarretar dois tipos de atividades: mudança da resposta; ou reforço da resposta. Na primeira, a atitude da pessoa muda de uma situação para outra, que pode acontecer de forma rápida ou lenta; já na segunda, a persuasão age como um reforço ao fortalecer a posição em que o indivíduo se apresentava antes de receber os argumentos. Ainda, Wood (2000) menciona que os argumentos que indicam algum tipo de ganho tendem a ser mais convincentes.

Alguns trabalhos empíricos listados na Tabela 1 utilizaram como referencial a abordagem persuasiva. Nesta Tabela ressaltam-se os objetivos, a metodologia e os resultados alcançados de cada estudo.

Tabela 1 - Estudos empíricos com a persuasão

<b>Autor(es)/ ano</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Resultados</b>
Bhattacharjee e Sanford (2006)	Verificar como argumentos persuasivos influenciam a aceitação da tecnologia da informação entre usuários potenciais.	Experimento.	Constataram que os argumentos persuasivos influenciam na aceitação de novas tecnologias de informação.
Westphal e Bedner (2008)	Examinar como os executivos usam a persuasão para impedir que poderosos investidores consigam realizar mudanças na governança e nas estratégias das organizações	<i>Survey</i> para empresas do índice Forbes do EUA.	Identificaram que a persuasão pode fornecer uma fonte alternativa nas relações entre gestores e membros externos como investidores.
Shu e Cheng (2012)	Entender porque as pessoas têm receio de usar o cartão de crédito em compras <i>on-line</i> .	Experimento, utilizou os elementos de persuasão de Cialdini (1984).	Os elementos de autoridade e escassez foram essenciais para os consumidores mudarem de atitude.
Bickart <i>et al.</i> (2015)	Constatar a atuação do vendedor em situações em que as expectativas dos clientes foram frustradas.	Experimento.	Verificaram que o princípio da confiança, para o vendedor é determinante para a mudança de atitude.
Winchel (2015)	Verificar o quanto argumentos positivos e negativos impactam na decisão do investidor.	Experimento.	Constatou que os argumentos negativos nos relatórios dos analistas geram maior confiança nos investidores.
Han <i>et al.</i> (2017)	Investigar o processo persuasivo na informação voluntária dos mutuários de financiamentos.	Modelo de Probabilidade de Elaboração. Utilizaram base de dados de empréstimos da China.	A persuasão na informação voluntária dos mutuários pode ser realizada através de duas rotas: a rota central e a rota periférica. Ambas têm efeito significativo na tomada de decisão dos credores.
Lee, Tsohou e Choi (2017)	Examina se as questões de política incorporadas com características persuasivas chamam mais atenção, e se conseguem maior participação.	Experimento com elementos de autoridade e aprovação social.	Os resultados indicam que a mistura de características centrais e periféricas são mais eficazes na participação da população. Confirmou também que é preciso levar em consideração aspectos psicológicos dos cidadãos.
Zhang <i>et al.</i> (2018)	Investigar como as empresas podem usar serviços de <i>microblogs</i> para influenciar a participação dos consumidores e a fidelidade da marca.	Experimento.	Os fatores de persuasão, incluindo a qualidade da informação, a similaridade percebida e a credibilidade da fonte, aumentam o comprometimento da comunidade.
Nwagbara e Belal (2019)	Investiga como a persuasão nos relatórios de responsabilidade social corporativa (CSR) das principais empresas de petróleo da Nigéria é usada para retratar uma imagem de “organização responsável”.	Utilizou a Análise Crítica do Discurso para avaliar os relatórios de 2009 a 2012 das empresas de petróleo.	Os resultados revelam que, as empresas analisadas utilizam linguisticamente os relatórios de CSR, para construir e retratar de forma persuasiva a imagem de “organização responsável” aos <i>stakeholders</i> .

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Apenas três das pesquisas apresentadas na Tabela 1, não utilizaram o método experimental para constatar a influência da persuasão nas decisões das pessoas, sendo o mais utilizado para essa abordagem. Percebe-se também que a persuasão pode estar presente em diversas situações da tomada de decisão do indivíduo, desde a utilização de cartão de crédito para realizar compras, como na pesquisa de Shu e Cheng (2012), até à decisão de financiamentos como foi à pesquisa de Han *et al.* (2017).

Para finalizar esse primeiro tópico da revisão da literatura sobre a persuasão, serão apresentados os seis elementos propostos por Cialdini (1984).

#### 2.2.1.1 Elementos da Persuasão na perspectiva de Cialdini (1984)

Segundo Berrio (1983, p.22, tradução nossa), persuasão pode ser definida como “[...] um processo comunicativo que não trata de obrigar ninguém a fazer nada através de coação, mas sim, de induzir, sugerir, conduzir alguém a fazer ou não fazer alguma coisa, através de condutas codificadas”. A persuasão lida com a mudança da atitude das pessoas levando em consideração sua vontade. Já para Cialdini (1984), a persuasão é a utilização de argumentos para mudar as atitudes, crenças ou comportamentos das pessoas, devendo acontecer naturalmente e não através da força.

Uma pessoa ao passar pelo processo completo da persuasão é conduzida a concordar com a argumentação de outro sujeito. Neste processo, as pessoas compõem um conjunto de características relacionadas ao consentimento e para cada uma dessas características encontra-se uma técnica, também denominada de elementos da persuasão, que contribuem para que os indivíduos aceitem os argumentos apresentados (Cialdini, 1984).

São seis os elementos listados por Cialdini (1984), assim denominados: reciprocidade; consistência; autoridade; aprovação social; escassez; e empatia. Para Wall, Campbell, Kaye, Levy e Bhullar (2019), os elementos apresentados por Cialdini (1984) são os mais influentes.

O primeiro elemento, a reciprocidade consiste em pequenos favores realizados a alguém que podem produzir uma sensação de obrigação na pessoa que recebe esse favor (Shu & Cheng, 2012). Para Cialdini (2001), a reciprocidade está concretizada na cultura humana, de modo que o indivíduo deve retribuir algum favor, na mesma proporção na qual tenha recebido. Assim, uma pessoa pode incitar o beneficiário de determinado favor a ter que retribuí-lo no futuro, permitindo que uma pessoa dê algo a alguém com a expectativa de que receberá alguma coisa em troca posteriormente.

A sensação de obrigação futura ocasiona a manutenção de diversos tipos de relacionamentos duradouros. De maneira geral, os indivíduos são ensinados desde a infância a seguir essa regra de retribuir um favor, ou podem ficar ameaçados de serem desaprovados socialmente (Cialdini, 1984). Neuberg, Kenrick e Schaller (2010) completam dizendo que a reciprocidade é uma espécie de norma social que o correto é a pessoa retribuir da mesma maneira na qual ela recebeu.

A reciprocidade tem três características: (1) gera uma situação de obrigação, na qual o receptor se sente obrigado a retribuir o favor; (2) a regra se aplica inclusive a favores iniciais não solicitados, diminuindo assim a capacidade do receptor decidir a quem quer ficar devendo; e (3) a reciprocidade pode gerar desconforto a uma das partes, pois para se libertar da sensação de dívida, uma pessoa em algumas situações acabará cedendo à solicitação de um favor significativamente maior do que aquele que ganhou (Cialdini, 1984).

Inserida ao conceito da reciprocidade, encontra-se a técnica da rejeição seguida do recuo. Segundo Cialdini (2001), baseia-se em fazer um pedido extremo por parte do solicitante, que provavelmente não será aceito pelo receptor, desse modo, o requerente pode recuar para uma solicitação menor. Nesse contexto, a ideia é realizar o pedido que era cobiçado desde o início, que assim terá mais chance de ser aceito pelo receptor, uma vez que parece ser um favor, quando relacionada à solicitação anterior que era extrema. É o caso da tática utilizada pelos negociadores sindicais, que costumam fazer pedidos extremos e não esperam consegui-los, mas dos quais possam recuar para aceitar ofertas realistas dos empregadores (Cialdini, 1984).

O segundo elemento da persuasão é o da consistência, que se baseia em procurar manter a regularidade nas ações, ou seja, se o indivíduo tomou certa ação em determinada situação, é provável que sempre tome a mesma ação para ser coerente. Para Cialdini (1984), a maioria das pessoas procura ser o mais coerente possível com suas palavras, crenças, atitudes e ações. Esse comportamento coerente pode ser explicado de três maneiras: primeira, uma grande coerência pessoal é reconhecida pelas pessoas; segunda, ser coerente proporciona a si mesmo uma vida sem ressentimentos ou remorsos, além de proporcionar uma boa imagem pública; e terceira, uma orientação coerente possibilita um atalho para tomada de decisão, ou seja, quando o indivíduo é coerente com suas decisões anteriores, ele diminui a necessidade de processar todas as informações novamente em situações semelhantes futuras, basta recordar como havia decidido antes e agir em consonância com elas.

Ainda sobre a consistência, os indivíduos após optarem por determinada posição, ficam mais inclinados a aceitar pedidos que sejam semelhantes com a posição assumida anteriormente. Os julgamentos de compromisso, mesmo os errados, têm uma tendência a serem mantidos, pois é natural que os indivíduos aumentem os argumentos para manter a coerência das ações anteriores. Por essa razão, algumas dessas decisões são mantidas por muito tempo, até mesmos quando as situações que os estimularam terem mudado (Cialdini, 1984).

Aspectos comportamentais também podem estar atribuídos à coerência (DeFleur & Ball-Rokeach, 1982). O indivíduo ao identificar inconsistência com suas crenças, atitudes ou comportamento pode passar a ter um sentimento de inquietude, denominado de dissonância cognitiva, e este sentimento passará a ser estímulo para mudar o que essa pessoa está fazendo, de modo a manter a coerência adquirida anteriormente.

O terceiro elemento da persuasão é o da aprovação social, esse princípio compreende que o comportamento humano tem a tendência de seguir o que a maioria das pessoas fazem a fim de mostrar uma melhor impressão aos outros. Isso ocorre principalmente em situações de incerteza, onde a propensão dos indivíduos é seguir o comportamento alheio (Cialdini, 1984). Nesse elemento persuasivo, as pessoas procuram encontrar algum fator que lhes traga segurança em situações de insegurança, neste caso fazer o que as outras pessoas estão fazendo, traz uma sensação de conforto. Esse comportamento de imitar o que os outros fazem, segundo Cialdini (1984) é percebido em todas as faixas de idades e nas mais diversas atividades.

O elemento da aprovação social foi inicialmente denominado por Chaiken (1980) de heurística do consenso, de modo que o destinatário pode rejeitar a mensagem pelo fato da maioria das outras pessoas ao seu entorno a ter considerada inapropriada. Há duas situações que o princípio da aprovação social é mais persuasivo: a primeira é na incerteza, quando os indivíduos apresentam-se em situações que lhe tragam insegurança; e a segunda situação é a semelhança, é o caso, por exemplo, quando ocorre algum suicídio de grande repercussão, outras pessoas com problemas semelhantes tendem a fazer o mesmo (Cialdini, 1984). Ainda, Machado (1997) corrobora esse elemento, afirmando que uma maneira comum de acontecer à persuasão é quando um indivíduo observa os comportamentos e atitudes de outros indivíduos e acabam mudando ou confirmando suas opiniões.

O quarto elemento da persuasão é o da escassez que consiste em, quanto mais raro for um objeto, maior é o desejo de possuí-lo. Para aumentar o valor do produto, ou fazer com que o cliente decida logo, usa-se o argumento do último produto, ou do produto que está em

falta. O elemento da escassez é validado por dois motivos: itens raros ou difíceis de conseguir, na maioria das vezes são mais valiosos, assim o acesso ao item pode significar a sua qualidade; segundo, quando menos acessível é um item, menor é a sensação de liberdade do indivíduo (Cialdini, 1984). Zagalo (2012) ressalta a ideia dizendo que o mercado pode criar a situação de escassez, pois sabe que a baixa oferta de determinado produto gera uma procura maior por parte das pessoas.

A informação sobre determinado assunto também pode se tornar um item escasso no mercado financeiro, denominadas de informações privilegiadas. Quando se limita o acesso a uma mensagem, está se torna alvo do interesse das pessoas, fazendo com que está se valorize. Desse modo, quando uma informação é fornecida com a mensagem de que ela é uma informação privilegiada, o receptor da mensagem vai passar valorizá-la ainda mais (Cialdini, 2001). Para Cialdini (1984), a escassez é mais convincente em duas condições: itens escassos valorizam-se mais ao se tornarem há pouco tempo escassos, mais até do que, itens que continuamente foram escassos; as pessoas tendem a procurar mais os recursos escassos quando é preciso disputar com outras pessoas.

O quinto elemento é denominado de empatia. Acontece quando o indivíduo acaba dizendo “sim” mais facilmente a um pedido feito por alguma pessoa que o receptor da mensagem tem muita afinidade, isso geralmente acontece com filhos, pais, esposa, namorado (a) etc. (Cialdini, 2001). A atratividade física segundo Cialdini (2001) é considerada um tipo de empatia, visto que a beleza física possibilita um adicional nas interações sociais, sendo capaz de gerar sensações favoráveis sobre talentos de outras pessoas, é o caso de ter a impressão de que as pessoas bonitas são mais gentis e inteligentes. Para Cialdini (1984), as pessoas atraentes são mais persuasivas, ou seja, conseguem mudar as atitudes de outros indivíduos com maior facilidade, por isso as propagandas em sua maioria utilizam pessoas bonitas e com uma boa aparência física. Segundo Berrio (1983), as pessoas tendem a aceitar com maior facilidade os argumentos de pessoas consideradas de boa aparência, ou seja, quanto mais atrativo for o comunicador maior será a aceitação do público.

O aumento da empatia segundo Cialdini (1984) pode ocorrer pelo aumento no número de contato que uma pessoa tem com a outra, ou seja, quanto mais encontros, maior será a familiaridade entre as pessoas. Os autores DeFleur e Ball-Rokeach (1982) denominaram o elemento da empatia, como estratégia do apelo social. Esses autores dão o exemplo da empresa que fornece produto à determinada pessoa, por sua vez, essa pessoa convida amigos para vir até a casa fazer uma reunião, o anfitrião concede comida e bebida e

no fim oferece produtos para comprarem. Os amigos após terem recebido atenção, comida e bebida, acabam aceitando o produto por conta da amizade.

O último elemento listado por Cialdini (1984) é o da autoridade, que está descrito na próxima seção.

### 2.2.1.2 Elemento persuasivo de autoridade na perspectiva de Cialdini (1984)

Segundo Damasceno e Iglesias (2014), o elemento persuasivo da autoridade é capaz de influenciar as pessoas, pois existe uma predisposição dos indivíduos em aceitar as recomendações de terceiros que apresentem maior hierarquia social. Nesta mesma linha, Cialdini (1984) afirma que o elemento persuasivo de autoridade está ligado com a hierarquia. Para Shu e Cheng (2012), a autoridade acontece à medida que o emissor da mensagem apresenta certo nível de prestígio, reputação ou experiência sobre determinado assunto.

Seguir as recomendações de autoridades autênticas é na grande maioria das vezes vantajoso para quem o faz, pois estes apresentam altos níveis de compreensão e sabedoria sobre algum assunto específico. Essas situações podem gerar um tipo de atalho na tomada de decisões, pois, a credibilidade na fonte influencia as pessoas a aceitar o argumento dos especialistas em determinado assunto (Chaiken & Maheswaran, 1994).

No elemento de autoridade, o indivíduo evita a análise detalhada do conteúdo da mensagem, entretanto, passam a confiar na identidade do emissor dessa mensagem, isto é, a fonte da mensagem passa a ter um impacto maior que o próprio conteúdo da mensagem (Chaiken, 1980). A autoridade age com um papel de conhecimento especializado ou de legitimidade da função exercida (Damasceno & Iglesias, 2014). Além disso, autores como Chaiken e Maheswaran (1994) acreditam que, o processamento heurístico das pessoas tende a escolher as mensagens que tiveram origem em fontes especializadas.

As pessoas podem agir de maneira contrária as suas crenças, mesmo sabendo que isto está colocando em risco a sua integridade física ou a de outras pessoas, simplesmente por acreditar na autoridade técnica. Um exemplo é o experimento do professor Stanley Milgram, desenvolvido na década de 1960, no qual sujeitos teriam matado outras pessoas com choques elétricos que chegavam a 400 *volts*, apenas seguindo ordens de uma autoridade, no caso o próprio professor do estudo (Cialdini, 1984).

Os indivíduos, de maneira geral, desde a infância são levados a seguir os conselhos de pessoas mais velhas, como os pais e os professores, e que trazem benefícios a estes. Em parte por causa de seu conhecimento mais aguçado e em parte porque essas pessoas

administram as recompensas e punições dos aprendizes. Quando essas crianças crescem e tornam-se independentes, elas continuam sendo obedientes a autoridades, só que agora, a sistemas jurídico, militar e político, pois continuam a querer recompensas e tentam evitar as punições (Cialdini, 1984).

O indivíduo ao perceber que obedecer a uma autoridade traz benefícios, se habitua a fazer isso de maneira automática, ou seja, não julga se a ação que está praticando está correta, apenas faz porque a recomendação veio de uma autoridade. A obediência cega do indivíduo evita o mesmo de pensar, e ainda, essa mesma obediência pode levar a ações equivocadas, simplesmente porque não analisou os argumentos antes de agir (Cialdini, 1984). Para Figueiredo (2015) os argumentos persuasivos funcionam como um caminho entre aquilo que o receptor já tem como certo e aquilo que o emissor pretende provocar, e segundo ele quanto mais importante for a autoridade mais inquestionável são seus argumentos. Westphal e Bednar (2008), também consideram o elemento persuasivo de autoridade como sendo o mais bem sucedido para convencimento das pessoas, pois segundo eles, os indivíduos ao escutarem uma mensagem de um especialista não fazem uma análise crítica antes de tomarem a decisão.

O estudo de Damasceno e Iglesias (2014) utilizou os elementos de persuasão proposto por Cialdini (1984), ao realizar a pesquisa para investigar o comportamento persuasivos dos vendedores em lojas de *shoppings centers*, a amostra contou com 110 vendedores e foram identificados 294 comportamentos persuasivos. Os pesquisadores constataram que o elemento mais utilizado e mais eficiente foi o elemento da autoridade. Os vendedores usufruíram do argumento de serem especialistas do produto no qual estavam vendendo.

A pesquisa de Shu e Cheng (2012) utilizou os elementos de persuasão de Cialdini (1984) em um experimento com a participação de 689 consumidores chineses, com o intuito de mostrar até que ponto as mensagens promovem confiança, e podem ser usadas para mudar as atitudes dos consumidores em relação ao uso do cartão de crédito *on-line*. A combinação do elemento de autoridade e escassez foi essencial para os consumidores utilizarem cartão de crédito nas compras *on-line*.

Os autores Lee *et al.* (2017) examinaram o quanto os argumentos persuasivos contribuem para uma maior participação pública, relacionada a questões políticas, uma vez que a participação cidadã nessas questões são relativamente baixas. Participaram da pesquisa 80 pessoas do Reino Unido e da Turquia. Os dois elementos persuasivos que mostraram maior eficiência foram o da aprovação social e o da autoridade. A pesquisa também apontou

que, o *design* das ferramentas de participação eletrônica precisa considerar os aspectos psicológicos dos cidadãos para motivar suas participações.

Assim, como os estudos de Westphal e Bednar (2008), Shu e Cheng (2012), Damasceno e Iglesias (2014), e Lee *et al.* (2017) esta tese também utiliza o elemento persuasivo de autoridade. Especificamente, neste estudo, a autoridade foi representada pelo analista financeiro, sendo este considerado especialista no mercado de ações, essa escolha deve-se ao fato de que, para haver o princípio da autoridade é preciso que o emissor da mensagem tenha certo nível de prestígio, reputação ou experiência (Shu & Cheng, 2012).

Nessa seção foram listados os seis elementos da persuasão referenciados por Cialdini (1984), com enfoque especial no elemento de autoridade, que foi utilizado nesta tese. Considerando os conceitos de persuasão dados por Berrio (1983), Cialdini (1984) e Shen (2013), este estudo adota o conceito de que, a persuasão significa aconselhar alguém até que este concorde com a ideia proposta, assim consiste em induzir, sugerir, conduzir alguém a fazer ou não alguma coisa.

O próximo tópico apresenta o ambiente de incerteza no mercado financeiro, caracterizado pela ambiguidade e risco.

### **2.2.2 Ambiente de incerteza no mercado financeiro**

A incerteza na tomada de decisão é um assunto relevante para tentar entender como se comporta o investidor do mercado de ações (Du, 2009). Allais (1953) identificou em seu estudo que, o indivíduo prefere situações com o menor grau de incerteza possível. Na mesma linha, Ellsberg (1961) notou que os indivíduos preferem situações em que as probabilidades sejam conhecidas.

A área que procura entender como acontece à tomada de decisão dos investidores é a área de finanças, em que um investidor ao ficar exposto à incerteza deve ser recompensado por essa exposição, ou seja, quanto maior a incerteza do investimento, maior deve ser a recompensa recebida por essa situação. Segundo Du (2009), o investidor vive em um mar de incerteza.

Para Jana (2016), quanto maior a incerteza de um investimento, maior será a rentabilidade esperada. Os investidores que aplicam no mercado de capitais esperam ter maior rentabilidade do que em outros investimentos (Goulart, 2002). Por exemplo, nos investimentos de renda fixa, uma vez que as aplicações em mercado de capitais são mais incertas que as aplicações em renda fixa.

O ambiente de incerteza é caracterizado quando não se sabe ao certo qual será o resultado de uma ação. Frank Knight, em 1921, apresentou duas situações distintas que podem acontecer em um cenário de incerteza, a ambiguidade e o risco, esse desmembramento foi denominado de incerteza *Knighiana* (Agliardi *et al.*, 2016).

A diferença entre risco e ambiguidade utilizada neste estudo é a mesma que Clots-Figueras, González e Kujal (2016), Du (2009), e Sproten *et al.* (2018) utilizaram, na qual a situação de risco acontece quando se tem conhecimento das probabilidades, já as situações de ambiguidade acontecem quando as pessoas não conseguem identificar a distribuição de probabilidade.

Na sequência apresentam-se duas subseções, uma sobre a ambiguidade e outra sobre risco.

#### 2.2.2.1 Ambiguidade

Embutido no conceito de incerteza *Knighiana*, o termo ambiguidade é utilizado para representar oportunidades em que o tomador de decisão não se sente seguro de suas convicções. A ambiguidade destina-se aos cenários em que o resultado não é calculável, sem uma percepção nítida dos possíveis rendimentos ou de uma hipótese de distribuição de probabilidade (Agliardi *et al.*, 2016; Du, 2009).

Cubitt, Kuilen e Mukerji (2018) reforçam o conceito dizendo que no ambiente financeiro, a ambiguidade ocorre quando o indivíduo se depara com situações onde não há dados da melhor probabilidade de determinada situação para investir. Para Augustin e Izhakian (2017), o investidor depara-se com a ambiguidade no cenário financeiro, quando não há probabilidades de retornos futuros, ou seja, o desempenho futuro é desconhecido e as probabilidades ligadas a essas situações também não são conhecidas de maneira evidente.

Conforme Agliardi *et al.* (2016), em um mundo ambíguo as pessoas são muito inseguras no que sabem. O comportamento dos investidores é frequentemente sensível a ambiguidade (Cubitt *et al.*, 2018), e estes procuram de alguma maneira embasar-se em algum indício de certeza, por menor que ele seja. Augustin e Izhakian (2017) completam dizendo que os efeitos da ambiguidade nas decisões dos investidores ainda são pouco explorados.

Outro assunto relacionado a ambiguidade, que merece mais atenção apontado por Brenner e Izhakian (2018) é que, a maioria dos estudos empíricos (comportamentais) sobre ambiguidade são oriundos de experimentos e tem como tema principal a aversão a

ambiguidade, mas não trabalham com o impacto da ambiguidade na tomada de decisão. Para Augustin e Izhakian (2017), os investidores têm escolhas distintas em relação ao risco e à ambiguidade, segundo eles, os tomadores de decisão são avessos à ambiguidade e quando percebem o aumento na ambiguidade, afastam-se dos investimentos elegendo opções de risco. Ainda, segundo esses autores, a maioria dos investidores não consegue realizar uma avaliação probabilística precisa sobre os resultados de seus investimentos.

O aumento da ambiguidade não atrai os investidores, pelo contrário afasta-os deixando-os menos dispostos a investir (Schroder, 2011). O estudo de Nishimura e Ozaki (2007) identificou que existem indivíduos que são avessos à ambiguidade. Já, Schroder (2011) afirma que um pequeno aumento no otimismo pode induzir um investidor com aversão à ambiguidade ou risco a mudar sua decisão de investimento.

O excesso de confiança foi assunto do estudo de Schroder (2011), considerando que a autoconfiança eleva o desejo do investidor em aceitar investir em produtos financeiros mais ambíguos. Esse tipo de comportamento, segundo o autor foi notado em investidores que investem em novos negócios sem nenhuma probabilidade de retorno garantido. Nesse sentido, Clots-Figueras *et al.* (2016) realizaram uma pesquisa sobre ambiguidade em situações de investimentos, e identificaram que o elemento de confiança apresentou-se robusto quando o investidor depara-se em situações ambíguas.

Além da ausência de probabilidade, outra situação que pode gerar a ambiguidade é o excesso de informação ou a alta incerteza da informação disponível, assim para Du (2009), as probabilidades estimadas com muita imprecisão assemelham-se a ambiguidade. Bertolini, D'Arrigo e Fachinelli (2017) realizaram uma pesquisa e identificaram que o excesso de informação pode tornar o processo de decisão mais difícil. No entanto, para esta tese não foi adotada a situação ambígua gerada pelo excesso de informação.

Essa pesquisa procura identificar a atitude do investidor em situação de incerteza com característica de ambiguidade e risco, espera-se encontrar nesse tipo de ambiente a maior escolha dos investidores em investir nas empresas que apresentaram relatórios que contenham argumentos de autoridade.

#### 2.2.2.2 Risco

O risco é um elemento relevante no comportamento econômico das pessoas, pois influencia na tomada de decisão (Bailon, Schlesinger & Kuilen, 2018). Na área de finanças, cenários considerados de risco acontecem em situações em que o indivíduo precisa escolher

por um investimento, no qual este apresenta algum indicativo, ou referência das probabilidades dos resultados desse investimento (Bailon *et al.*, 2018).

Especificamente, nas finanças comportamentais procura-se avaliar a relação entre o comportamento do indivíduo com relação ao risco levando em consideração características pessoais dos indivíduos como: idade; remuneração; estado civil; e escolaridade (Gava & Vieira, 2006). Nessa perspectiva Grable, Lytton e O'Neill (2004) realizaram uma pesquisa utilizando variáveis demográficas para constatar a decisão do investidor com situações de risco, identificaram que os homens tendem a ser menos propenso ao risco que as mulheres, já a idade não apresentou relação com o risco.

Já a pesquisa de Klein e Shtudiner (2016) constatou que, o homem é mais tolerante ao risco se comparado com a mulher. Esses pesquisadores apontaram ainda que os investidores inexperientes têm a tendência de investir em ativos com mais riscos do que investidores mais experientes, além de identificarem que as pessoas ao assumirem riscos em suas atividades corriqueiras, tendem a fazer isso também nas decisões financeiras.

Outros estudos procuraram relacionar a situação de risco na tomada de decisão. É o caso do estudo de Nguyen, Gallery e Newton (2016), que evidenciaram o auxílio da consultoria financeira ao cliente na tomada de decisões quanto há situações de risco, ou seja, a consultoria passa confiança aos clientes e fornece uma compreensão mais abrangente sobre investimento, e assim proporciona uma tolerância maior ao risco.

O estudo de Ehm, Laudendach e Weber (2018) procurou verificar o quanto de risco os investidores tendem a tolerar para montar uma carteira de investimento. Os pesquisadores testaram investimentos com mais e menos riscos e identificaram que os investidores acabaram criando um portfólio de investimento com o mesmo peso independentemente da volatilidade do ativo.

Outro item relacionado ao risco do investidor é discutido por Biglaiser e Lektzian (2011), que utilizaram os fatores políticos relacionados ao risco por parte do investidor. Esses autores argumentam que regimes políticos autoritários reduzem o risco do investidor, porque estão menos sujeitos a preocupações eleitorais, isto se deve ao fato de que o regime tem capacidade de reprimir protestos, manifestações ou revoluções. Concluem afirmando que, os investidores preferem regiões com baixo nível de conflito e que consigam criar um clima político estável, passando mais segurança ao investidor e assim diminuindo o risco.

Esses foram alguns estudos que trabalharam a decisão do investidor com relação ao risco. Especificamente, nesta tese procurou-se comparar o risco e a ambiguidade em situações

onde havia presença de argumentos persuasivos e também relacionar o risco e ambiguidade quanto ao desempenho anterior da empresa. Nas duas situações, espera-se constatar que os investidores escolham os investimentos que apresentarem cenário de risco, quando comparados com cenários de ambiguidade.

Nessa seção do trabalho foram relatados os cenários de incerteza, caracterizado pelo risco e pela ambiguidade, na sequência será apresentado o desempenho da empresa com relação à escolha do investidor.

### **2.2.3 Desempenho da empresa**

É muito difícil definir o que é desempenho de uma empresa (Otley, 1999). Para Ritchie e Brindley (2007), a definição de desempenho tem diferenças relacionadas à perspectiva de cada empresa e dos *stakeholders*. Para a empresa, o mais interessante é o desempenho econômico (Grob, 2007; Warokka, 2008). Já para o acionista, a divulgação do valor do lucro é relevante para decisão de compra das ações da companhia, desde modo, a associação entre o lucro contábil e o preço da ação são significativos para a decisão do investidor (Cascino *et al.*, 2014).

Medir o desempenho de uma organização é um desafio, pois evidenciar o desempenho de uma empresa, segundo Bortoluzzi *et al.* (2011), está sempre sujeito a discussões e questionamentos, visto que é difícil mensurar o desempenho de maneira exata (Warokka, 2008). Entretanto, é fundamental de alguma maneira acompanhar o desempenho da empresa, já que possibilita saber se os recursos aplicados pelos seus proprietários estão sendo bem ou mal utilizados. O investidor motiva-se a realizar investimento em determinada companhia ao acompanhar o desempenho da empresa, esse desempenho pode ser realizado por meio dos indicadores, cujos dados para obtenção desses estão disponíveis de maneira pública.

Como analisar o desempenho de empresas e quais indicadores utilizar sempre levanta muitas dúvidas e discussões, esse cenário possibilitou o surgimento de diversos indicadores, técnicas e modelos que podem apoiar as decisões de gestores e investidores (Martins, 2000). Os indicadores contábeis são aqueles encontrados nas demonstrações financeiras, uma das técnicas utilizadas é a análise das demonstrações contábeis que permite avaliar o desempenho econômico-financeiro da organização. Camargos e Barbosa (2005) afirmam que os indicadores financeiros contribuem com os investidores sendo uma fonte respeitável de informação para a tomada de decisão.

Para aplicar essa técnica é necessário utilizar os demonstrativos financeiros originados pela contabilidade, no qual algumas dessas informações possibilitam a transformação em índices que podem ser comparados longitudinalmente, e desde modo, acompanhar a evolução do desempenho econômico-financeiro dessa organização (Camargos & Barbosa, 2005). O desempenho da empresa utilizando como base a estrutura das demonstrações contábeis segundo Antunes e Martins (2007) é bastante recorrente.

Com relação às informações utilizadas pelos investidores na tomada de decisão elas são encontradas principalmente no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado. Segundo Waddock e Graves (1997), um dos indicadores mais utilizados é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Para Roggi e Giannozzi (2015), os investidores reagem negativamente à baixa rentabilidade da empresa, sendo que, os analistas também utilizam os demonstrativos contábeis para divulgar previsões e recomendações de compra, venda ou manutenção de ações.

Tendo em vista que os acionistas estão interessados no desempenho financeiro da empresa, o ROE pode ser elencado como um dos principais indicadores uma vez que procura mostrar a eficácia das empresas na utilização do capital investido pelos acionistas (Warokka, 2008). Esse indicador é possível de ser encontrado por meio de duas informações geradas pela contabilidade: o patrimônio líquido e lucro líquido.

Nesse sentido, Antunes e Martins (2007) afirmam que o lucro assume papel principal na avaliação do desempenho da empresa, já Devalle, Onalli e Magarini (2010) reconheceram que, além do lucro líquido os valores do patrimônio líquido são informações contábeis relevantes para a tomada de decisão do investidor. Henry e Peytcheva (2018) utilizaram como desempenho da empresa o valor das vendas, lucro líquido, retorno das vendas, patrimônio líquido e o preço das ações. Outros estudos como o de Abbott e Monsen (1979) e Warokka (2008) afirmam como uma das maneiras de medir o desempenho econômico a utilização da variação no preço da ação. Cascino *et al.* (2014) consideram que o investidor procura maximizar o retorno sobre o capital que foi investido, para medir ou acompanhar o objetivo acompanham o valor da ação das empresas.

Para Marton (1998), os investidores utilizam outras informações para tomada de decisão, são elas: anúncios de resultado; relatório de analistas, e; relatórios anuais. Já Gassen e Schwedler (2010) afirmam que as demonstrações financeiras trimestrais são utilizadas pelos investidores tomarem decisões.

Du (2009) afirma que os investidores confiam nas informações contábeis disponíveis para avaliar possíveis ganhos e perdas nos investimentos. Pace, Basso e Silva (2003) complementam afirmando que as informações não financeiras também são essenciais para a tomada de decisão dos investidores, para esses autores a divulgação de boas ou más notícias podem afetar diretamente o conteúdo das projeções, principalmente aquelas divulgações de caráter voluntário. Em sua maioria, as más notícias são dadas como verídicas, e existe preocupação em buscar identificar as causas que levaram a essa situação. Com relação às boas notícias, os investidores são mais desconfiados, para isso os gestores procuraram apresentá-las de modo mais detalhadas (Pace *et al.*, 2003).

Segundo Du (2009), a informação do desempenho favorável da empresa é uma informação oportuna para o investidor decidir. Pode-se considerar como desempenho favorável ou melhor desempenho a empresa que obteve lucro e conseqüentemente aumento no valor da ação (Henry & Peytcheva, 2018). Seguindo essa lógica, é considerado como situação desfavorável ou pior desempenho a empresa que apresenta resultados inferiores ao período anterior e conseqüente obteve uma diminuição no preço das ações. Com base na pesquisa de Henry e Peytcheva (2018), o desempenho da empresa pode ser utilizado pelos seus gestores para influenciar a decisão dos investidores.

O experimento realizado por Du, Stevens e McEnroe (2015) utilizou estudantes de contabilidade no papel de investidores, o objetivo foi investigar a decisão destes indivíduos com relação à apresentação das informações. Dentre as informações utilizadas o desempenho positivo e negativo da empresa foi uma das variáveis independentes.

Du (2009) realizou um estudo com 80 estudantes de *Master in Business Administration* (MBA) de uma universidade privada, no qual propôs identificar como são as decisões dos investidores em situações que a empresa apresenta situação favorável e desfavorável. Nesse estudo, o autor identificou que a maioria dos participantes prefere investir em empresas na qual apresenta situação favorável.

Segundo Warokka (2008), utilizar medidas de desempenho baseadas na contabilidade tem como vantagem, a de que estas não exigem informações do câmbio. Desse modo, extrair dados das informações financeiras para acompanhar o desempenho econômico de uma empresa é um procedimento válido ao investidor (Assaf Neto & Lima, 2009).

Esta tese utilizou informações contábeis que interferem na decisão do investidor, as informações utilizadas, foram: lucro líquido; patrimônio líquido e; preço da ação. Ainda considerou como melhor desempenho quando a empresa obteve lucro e alta no preço da ação

e pior desempenho quando apresentava lucro inferior e diminuição no preço da ação quando comparado ao período anterior.

#### **2.2.4 Decisão de investimento**

A tomada de decisão do indivíduo é influenciada por diversos fatores psicológicos, que apenas a partir da década de 1970 começaram a ser investigados em maior intensidade na área econômica (Lima, 2003). A escolha de um investimento por parte do indivíduo ao invés de outro pode estar ligado a diversos fatores, estando esses ligados a vertentes teóricas de duas áreas: a econômica e a psicológica (Sarwar & Afaf, 2016).

Pela concepção da economia clássica os indivíduos buscam utilizar o maior número de informações disponíveis com o intuito de tomar a decisão mais racional possível. Já na concepção da economia comportamental, os indivíduos não conseguem utilizar todas as informações de maneira lógica, assim essa perspectiva considera que o julgamento da decisão sobre investimento carrega elementos emocionais (Kahneman & Tversky, 1979), sobre a influência de aspectos cognitivos que diferenciam o comportamento desses investidores.

Com essas duas concepções surgem às chamadas finanças clássicas e as finanças comportamentais. A clássica conceitua que o investidor apresenta o pensamento racional (Barberis & Thaler, 2005). Por meio desse conceito emergiu a Hipótese dos Mercados Eficientes, na qual os indivíduos têm a capacidade de analisar de maneira racional todas as informações disponíveis (Fama, 1970). A Hipótese dos Mercados Eficientes admite que, os investidores ao fazerem o julgamento consideram apenas os fatores econômicos como resultados esperados (Sawar & Afaf, 2016).

No entanto, as finanças comportamentais que surgiram da interação das áreas de finanças e da psicologia, acreditam que o indivíduo tem racionalidade limitada. Nessa perspectiva, a pessoa que decide é influenciada por fatores cognitivos, sentimentais e emocionais. Riaz e Hunjra (2015) completam afirmando que, nas decisões de investidores os fatores cognitivos devem ser levados em consideração, porque existe a tendência de em situações de dúvida, as pessoas agirem de acordo com os seus sentimentos.

Na sequência serão apresentadas duas subseções: a primeira trata a tomada de decisão pelas finanças comportamentais e; a segunda discute a influência das informações divulgadas na tomada de decisão.

#### 2.2.4.1 Decisões de investimento pelas finanças comportamentais

Para as teorias clássicas das finanças, os investidores são racionais e procuram em suas decisões maximizar os seus recursos (Barberis & Thaler, 2005). Fama (1970) verificou que utilizando as premissas de racionalidade dos agentes e informações disponíveis o mercado seria eficiente, essa premissa foi aceita pelos estudiosos até a pesquisa de Kahneman e Tversky (1979). Estes observaram que nem sempre a decisão dos investidores é tomada de maneira racional, mesmo tendo todas as informações disponíveis. Para entender esse comportamento emergiu as finanças comportamentais, que utilizam como base teorias da psicologia (Rasheed *et al.*, 2018).

Posteriormente, Kahneman (2012) afirma que as decisões são tomadas por dois sistemas, um intuitivo e o outro reflexivo. As decisões tomadas pelo sistema intuitivo levam em consideração os fatores psicológicos, as pessoas tentam reduzir a complexidade do problema para simplificar sua solução, isso pode induzir a erros graves e no caso dos investidores a perdas financeiras significativas (Santos & Barros, 2011). Em específico, quando as decisões acontecem em investimentos financeiros, em virtude da grande quantidade de dados as pessoas tendem a simplificar o processo de decisão (Duclos, 2015).

Nas decisões sobre investimentos, os erros considerados mais comuns estão ligados à área cognitiva do indivíduo. Segundo Kartasova, Gaspareniene e Remeikiene (2014), os investidores geralmente não consideram toda a informação na hora de comprar ou vender ações, o que ocasiona redução no lucro ou até mesmo prejuízo nos investimentos. A propensão ao erro acontece porque a tomada de decisão sem o processamento de todas as informações disponíveis aumenta a probabilidade da imprecisão, os erros podem ser causados também por atalhos mentais (Rasheed *et al.*, 2018).

Portanto, a tomada de decisão não é totalmente racional e está à mercê de alguns vieses pressupostos e outros não pressupostos. Licht, Oliveira e Ventura (2007) afirmam que fatores psicológicos têm grande impacto nas decisões de investidores. Outros estudos utilizaram as características demográficas dos investidores para constatar diferenças significativas na tomada da decisão. Em relação ao gênero, o estudo de Barber e Odean (2000) apontou que, as mulheres seriam mais avessas ao risco que os homens, também mostraram que, os homens tem um perfil mais agressivo que as mulheres.

No estudo de Olsen e Cox (2001), as mulheres apresentaram ser mais sensíveis a ambiguidades em relação aos homens, pois, as mulheres procuram maior segurança,

acrescentam ainda que, a diferença entre gêneros fica mais acentuada quando os investimentos são de alto risco.

Com relação à idade do indivíduo na tomada de decisão, Sproten *et al.* (2018) fizeram um experimento e identificaram que existem diferenças no processamento da incerteza entre jovens e adultos, constataram ainda que, os mais velhos tem maior aversão ao risco. Para Dorow, Macedo, Nunes, Reina e Maximiliano (2010), a literatura ainda não é suficiente para compreender como acontece o processo de decisão de investidores e nem os seus efeitos. Segundo esses autores, os investidores procuram diminuir os riscos e aumentar as potencialidades de lucratividade.

Esta tese analisou se os argumentos persuasivos criam atalhos que contribuem na escolha do investidor em ambientes de incerteza, ou seja, procurou constatar se argumento persuasivo é capaz de proporcionar um gatilho para a tomada de decisão. Desde modo, o estudo está inserido na área das finanças comportamentais, pois procura identificar se a persuasão proporciona ao sujeito escolhas de maneira intuitiva.

#### 2.2.4.2 Informações financeiras e o relatório do analista

As divulgações de informações por parte das organizações são importantes para os investidores tomarem decisões (Bokpin *et al.*, 2014). Du (2009) complementa alegando que os investidores confiam nas informações contábeis disponíveis para analisar os possíveis ganhos e perdas de investimentos.

Estudos como o de Ball e Brown (1968) mostraram que a informação contábil é relevante para a escolha dos investidores do mercado de capitais. O mercado apresenta um cenário de incertezas e muita complexidade, esse tipo de ambiente segundo Kahneman (2012) é propício ao indivíduo utilizar regras heurística na hora de definir o investimento. Na heurística o investidor busca atalhos para o julgamento de decisões e procura assim diminuir o raciocínio complexo.

As informações disponíveis no mercado não são interpretadas da mesma maneira por todos os investidores (Santos & Barros, 2011). Os investidores interpretam e fazem escolhas diferentes com as mesmas informações. Os indivíduos podem julgar as informações de acordo com suas crenças e valores, o que pode caracterizar uma decisão não totalmente racional por parte do investidor (Santos & Barros, 2011).

Na visão de Dickhaut, Smith, Xin e Rustichini (2013), o processo de tomada decisão dos indivíduos está relacionado com aspectos cognitivos que envolvem a coleta e processamento de informações disponíveis. Os tipos de informações podem ser obrigatórias como as demonstrações contábeis, ou informações voluntárias como os relatórios dos analistas financeiros, são nesse tipo de informação que a presença de elementos da persuasão são encontrados mais facilmente (Han *et al.*, 2017).

Especificamente sobre os analistas financeiros, Brauer e Wiersema (2018) apontam duas perspectivas em relação a sua atividade, em uma delas o analista é visto com um intermediador das informações que desempenham um papel indispensável no mercado financeiro, cujas informações são apoiadas em perspectivas futuras. Nessa perspectiva, os analistas são atores racionais, independentes, não recebem influências externas e também não tem viés cognitivo na sua atuação.

Já a outra perspectiva, considera que os analistas não são racionais e estão sujeito ao viés cognitivo (Kahneman, 2003). Nessa perspectiva, os analistas tendem a ser excessivamente otimistas nos seus relatórios (Lieberman & Asaba, 2006). Os analistas financeiros, independentemente da sua perspectiva, são considerados pelos investidores especialista do mercado financeiro (Hutton *et al.*, 2012) principalmente pela especialização e ampla disseminação de opiniões (Brauer & Wiersema, 2018). A relevância do analista financeiro no mercado de ações foi apontada por Brown, Feigin e Ferguson (2014) ao enfatizarem que a opinião destes pode influenciar até mesmo no preço das ações das empresas.

Hutton *et al.* (2012) apontaram três motivos para o investidor utilizar as informações dos analistas: o primeiro é que os analistas têm experiência e um amplo conhecimento da macroeconomia, o que lhes proporcionam vantagens nas previsões; segundo, os analistas têm capacidade de analisar uma grande quantidade de dados que lhes possibilitam avaliar melhor as mudanças e impactos na economia de maneira geral; terceiro, os analistas geralmente se especializam em segmentos das empresas, isso os possibilitam fazer análises mais detalhadas de setores específicos e dos concorrentes. Brown *et al.* (2014) complementam esse terceiro motivo, afirmando que os analistas são especialistas em determinados setores do mercado de ações, e dessa maneira conseguem fazer previsões de lucros mais frequentes, mais oportunas e mais precisas.

Desse modo, os analistas estão entre os principais usuários da informação contábil e são propagadores de tais informações aos investidores por meio de seus relatórios. Segundo Winchel (2015), tais profissionais se utilizam de argumentos persuasivos para conseguir

maior confiança dos investidores. Ainda, procuram prever o desempenho das organizações, por meio de análises oriundas principalmente de dados contábeis, no entanto, nem todos os analistas conseguem ter acesso às mesmas informações. Cada indivíduo pode interpretar determinado informe de uma maneira diferente e produzir diferentes projeções (Boff, Procionoy & Hoppen, 2006). Segundo Winchel (2015), as previsões futuras divulgadas pelos analistas concentram-se em três assuntos: previsões de lucros, recomendações de investimentos e metas de preço.

A literatura sobre os relatórios dos analistas tem dado importância aos argumentos que estes usam em seus relatórios (Winchel, 2015). Os argumentos aparecem em praticamente todos os relatórios de analistas, entretanto falta investigar melhor quais os tipos de argumento utilizados nesses relatórios e o quanto eles conseguem influenciar os investidores (Winchel, 2015).

Nesse sentido, Henry e Peytcheva (2018) e Riley, Semin e Yen (2014) afirmam que, a narrativa de um texto sobre os resultados e perspectivas de uma empresa pode influenciar as decisões dos investidores. Hofer e Oehler (2014) corroboram com afirmação ao enfatizar que os investidores são capazes de acessar e processar as informações e por fim, seguir a recomendações dos analistas para decidir sobre um investimento.

Sobre a divulgação de resultados da empresa, especificamente, a comunicação de ganhos, Henry e Peytcheva (2018) afirmam que os divulgadores de informações utilizam a comunicação persuasiva para tentar influenciar a decisão dos investidores. Consideram também que, a persuasão trabalha para reduzir a capacidade dos investidores em identificar desempenho financeiro ruim da organização.

Henry e Peytcheva (2018) concluem que, a forma como são utilizadas as palavras nos relatórios ou comunicados, inclusive a utilização de tons positivos ou negativos nas frases, pode influenciar de maneira diferente os investidores. Winchel (2015) realizou um estudo para verificar os argumentos persuasivos, classificados como positivos e negativos da decisão do investidor, o resultado apontou que os analistas ao utilizarem argumentos positivos e negativos no mesmo relatório ganham maior credibilidade do investidor.

Nesta tese optou-se em utilizar o relatório do analista como item de análise por parte dos sujeitos que participaram da pesquisa, pois esse relatório é um elemento informacional acessível aos investidores para a tomada de decisão e passível de conter argumentos persuasivos (DellaVigna, 2009; DellaVigna & Gentzkow, 2010).

Na próxima seção será apresentado o posicionamento teórico da tese.

### 2.3 POSICIONAMENTO TEÓRICO

A persuasão é uma atividade comunicativa, que pode ser utilizada para alterar a atitude das pessoas (Berrio, 1983). Para Petty e Cacioppo (1984), a persuasão é um componente determinante nas escolhas ou mudanças de comportamento dos indivíduos. Este estudo assume a persuasão na abordagem teórica com viés cognitivo na área da psicologia, cuja posição também foi assumida por Crano e Prislin (2006), Han *et al.* (2017), Shu e Cheng (2012) e Winchel (2015).

Cialdini (1984) aponta seis elementos persuasivos capazes de conseguir alterar a atitude das pessoas, são eles: reciprocidade; autoridade; consistência; aprovação social; empatia; e escassez. Para esse estudo optou-se em utilizar o elemento de autoridade nos relatórios dos analistas financeiros. A opção pelo elemento da autoridade deve-se ao fato de que o analista financeiro é um especialista do mercado de capitais, isso o rotula como uma autoridade no assunto faz com que o investidor confie em seu relatório (Brauer & Wiersema, 2018; Radoc, 2018), e acompanhar as recomendações de autoridade técnica geralmente é vantajoso para quem o faz (Cialdini, 1984). Uma pessoa ao ouvir uma mensagem vinda de alguém que seja reconhecida como uma autoridade técnica a considera mais honesta (Sagarin *et al.*, 2002). Adicionado a isso, o elemento autoridade foi considerado por Damasceno e Iglesias (2014) como o mais persuasivo entre os seis elementos persuasivos listados por Cialdini (1984). Esta escolha deve-se ao fato de que ainda não está confirmado se os elementos persuasivos de autoridade em relatório de analistas influenciam a decisão dos investidores.

O ambiente do mercado de capitais é propício para o desenvolvimento dos elementos da persuasão, uma vez que o investidor toma decisões em um cenário de incerteza (Huang & Pearce, 2015), que pode ser representado pelo risco ou ambiguidade (Gilboa & Schemidler, 1989). Desse modo, esta pesquisa assume que argumentos persuasivos, por meio dos elementos propostos por Cialdini (1984), podem representar ao investidor os itens necessários para que adquira a confiança indispensável para a tomada de decisões a ponto de superar as incertezas impostas pelo mercado de capitais.

Em relação ao tipo de investimento, esta tese optou em trabalhar com investimento no mercado de capitais. Esse tipo de investimento é caracterizado pela aplicação de recursos por parte do investidor em ações de empresas. Nesse sentido, esta tese tratou de trabalhar com a variável desempenho da empresa que pode ser classificado em melhor ou pior, quando

comparado com resultado anterior. Para constatar o desempenho foram utilizadas as seguintes informações fornecidas pela contabilidade: lucro líquido; patrimônio líquido e preço da ação.

Especificamente sobre o desempenho ruim, Kimura (2003) afirma que notícias de desempenho ruim de uma empresa podem influenciar o processo de tomada de decisão, causando um desânimo no mercado e fazendo com que os investidores não invistam nessas empresas. Entretanto, DellaVigna (2009) declara que investidores não profissionais estão mais sujeitos a persuasão e Henry e Peytcheva (2018) afirmam que relatórios que contém elementos de persuasão podem interferir na escolha do investidor.

Sobre as escolhas dos investidores, segundo Sarwar e Afaf (2016) estas podem estar ligadas a duas perspectivas: a economia clássica e; finanças comportamentais. Esta pesquisa focalizou-se na corrente de finanças comportamentais, corrente na qual levam em consideração os aspectos psicológicos. Essa escolha deve-se ao fato que neste estudo procurou identificar se os argumentos persuasivos com característica de autoridade (Cialdini, 1984) influenciam as escolhas dos investidores de maneira intuitiva. Portanto, este trabalho assume que as escolhas dos indivíduos estão relacionadas com seus fatores cognitivos, cuja abordagem também foi utilizada no estudo de Han *et al.* (2017) e Winchel (2015).

Na sequência são apresentados os processos metodológicos da tese, para constatar a influência de elementos persuasivos de autoridade na decisão de investidores no mercado de capitais, caracterizado pelo ambiente de incerteza e o impacto desses argumentos quanto ao desempenho da empresa.

### 3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Neste capítulo, apresentam-se o método e os procedimentos metodológicos empregados na condução da pesquisa. Inicia-se com o posicionamento epistemológico, que aborda as classificações epistemológicas escolhidas pelo pesquisador em relação à pesquisa. Segue-se com o delineamento da pesquisa, os constructos e procedimentos do experimento, as hipóteses, o desenho da pesquisa e, por último, as limitações.

#### 3.1 POSICIONAMENTO EPISTEMOLÓGICO

O indivíduo cria, trata, modifica e interpreta o mundo social em duas dimensões: subjetiva e objetiva (Burrell & Morgan, 1979). Para entender a teoria das ciências sociais, Burrell e Morgan (1979) identificaram um conjunto de quatro pressupostos: ontologia, epistemologia, natureza humana e metodologia.

O pressuposto da natureza ontológica, segundo Burrell e Morgan (1979), diz respeito à essência do fenômeno investigado. Quanto a esse pressuposto, a tese posiciona-se no objetivismo, pois considera a realidade do mercado financeiro como uma estrutura concreta, na qual a intenção do estudo não é constatar as mudanças do ambiente do mercado financeiro, mas sim identificar as mudanças de atitude dos investidores por meio de argumentos persuasivos.

Em relação ao pressuposto de natureza epistemológica, a tese classifica-se como positivista. Para Morgan e Smircich (1980), esse pressuposto acontece quando os indivíduos estão envolvidos em um processo contínuo de interação e troca com o seu contexto, recebendo, interpretando e atuando sobre a informação recebida, criando um novo padrão de informação. Assim, neste estudo, os estudantes no papel de investidores foram submetidos ao elemento persuasivo de autoridade, para simular a modificação de suas atitudes em relação às escolhas de investimentos, inclusive quando o desempenho da empresa mostrou-se pior que o resultado anterior.

O pressuposto relacionado com a natureza humana, segundo Burrell e Morgan (1979), é a relação do indivíduo com o seu ambiente. Nesse pressuposto, a tese encontra-se no determinismo, uma vez que o indivíduo é condicionado a situações externas, ou seja, os investidores estarão sujeitos a tomar decisões com base em informações formadas externamente.

Quanto ao pressuposto da natureza metodológica, Burrell e Morgan (1979) afirmam que os três pressupostos apresentados anteriormente têm impacto na escolha da metodologia. Considerando a abordagem dos três pressupostos apresentados, a tese enquadra-se na metodologia nomotética, pois observa o problema a partir de uma amostra analisada, junto a técnicas estatísticas de análises de dados e testes de hipóteses.

Depreende-se do exposto que a tese tem uma visão de mundo social concreta, classificando-se em uma abordagem objetiva. Portanto, busca-se identificar os elementos pelos quais as relações são expressas, ou seja, a influência da persuasão na tomada de decisão dos investidores. A escolha deste estudo focaliza-se no paradigma funcionalista, conforme apresentado na Figura 3.

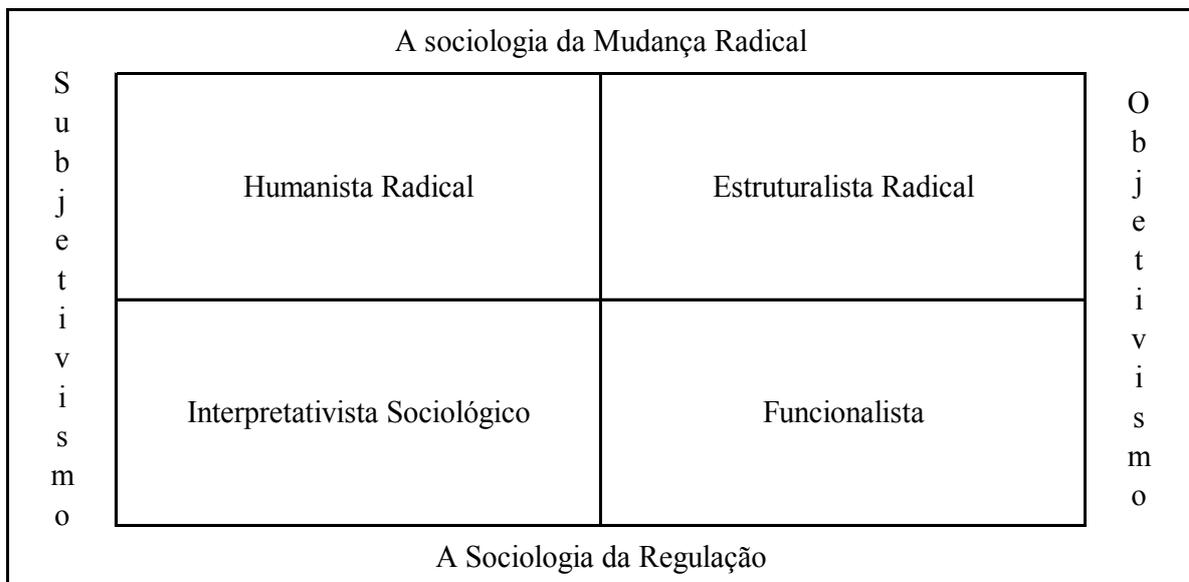


Figura 3- Paradigmas para análise da Teoria Social

Fonte: Adaptada de Burrell e Morgan (1979, p.22).

Justifica-se o enquadramento da tese no paradigma funcionalista, pelo fato de se investigar o problema da pesquisa a partir de dados reais e de relações que podem ser identificadas, estudadas e mensuradas por abordagens objetivas. A análise a partir do paradigma funcionalista possibilita a investigação objetiva, contribuindo com o conhecimento, de maneira explicativa, de uma realidade externa (Burrell & Morgan, 1979).

### 3.2 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O método de pesquisa científica é um conjunto de atividades sistemáticas e racionais, que permitem alcançar um objetivo, por meio de conhecimentos válidos e verdadeiros,

traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões dos cientistas (Marconi & Lakatos, 2010). Um dos métodos aplicados pela ciência é o dedutivo.

Nesse método, o pesquisador usa do raciocínio lógico para fazer deduções e obter conclusões a respeito de determinada premissa (Sampieri *et al.*, 2013). Gray (2012) alega que a abordagem dedutiva proporciona testar hipóteses, as quais apresentam uma afirmação sobre dois ou mais conceitos, e tentam explicar o relacionamento entre eles. Nesta tese, emprega-se o método dedutivo para testar as hipóteses da influência da persuasão nas decisões dos investidores em ambientes de incerteza e também a influência desta com relação ao desempenho da empresa.

De acordo com Sampieri *et al.* (2013), a pesquisa pode ser classificada de acordo com o seu alcance. Para esses autores, o alcance da pesquisa depende da combinação dos objetivos e dos elementos de cada estudo. Como neste trabalho buscou-se constatar a possibilidade de investimento do investidor com relação aos argumentos de persuasão, esta tese classifica-se como correlacional.

Uma das características da pesquisa correlacional é proporcionar de maneira parcial, a explicação de um determinado fenômeno (Sampieri *et al.*, 2013). Ramos e Naranjo (2014) corroboram esses autores dizendo que investigação correlacional explica de maneira parcial a relação de variáveis com determinado fenômeno. Esta tese pretende conhecer a relação entre elementos persuasivos e a tomada de decisão do investidor, sabendo que existem outras variáveis que podem interferir na decisão do investidor (Chia, Lim, Ong, & Teh, 2015; Gomez-Carrasco & Michelon, 2018; Khan, Tan & Chong, 2016; Tauni *et al.*, 2017).

Quanto aos procedimentos, a presente pesquisa caracteriza-se como experimental, uma vez que é necessário constatar a interferência da persuasão nas decisões dos investidores. Hair, Babin, Money e Samouel (2005) definem experimento como um plano de pesquisa no qual o pesquisador controla uma causa potencial e observa mudança correspondente aos efeitos inseridos no experimento. A vantagem do método experimental em relação a outros métodos tradicionais é que este é adequado para questões de pesquisa que investigam relações causais entre variáveis (Smith, 2003). O experimento possibilita controlar outras variáveis conhecidas por influenciar o julgamento do investidor (Riley *et al.*, 2014), dessa forma é possível isolar e analisar a variável de interesse, essa é uma vantagem que outros métodos não conseguem proporcionar.

A abordagem do problema é de natureza quantitativa. Empregam-se instrumentos estatísticos no tratamento dos dados. Sampieri *et al.* (2013) salientam que o enfoque quantitativo é utilizado na medição numérica e na análise estatística para estabelecer padrões

e comprovar teorias. Na pesquisa quantitativa, descreve-se, explica-se e prevê-se as causas dos fenômenos, com a finalidade de generalizar os dados de uma amostra para uma população (Richardson, 2015).

### 3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA

Os constructos auxiliam na execução da pesquisa ao identificar a presença de variáveis, também apontam como as alterações nessas variáveis podem ser capturadas pelas definições constitutivas e “[...] devendo ser definido de tal forma que permita ser delimitado, traduzindo em proposições particulares observáveis e mensuráveis [...]” (Martins & Theóphilo, 2007, p.35).

Para Smith (2003), o pesquisador deve garantir que o constructo seja medido de maneira confiável e possa fornecer medidas que sejam possíveis de serem mensuradas. As variáveis utilizadas e a maneira como elas foram medidas estão descritas na Tabela 2.

Tabela 2 - Variáveis da pesquisa

Variável	Subvariável	Medidas	Referências
Argumento Persuasivo	Argumento Persuasivo de Autoridade	Presença ou não de argumento persuasivo de autoridade.	Winchel (2015), Shu e Cheng (2012) e Cialdini (1984).
Ambiente de Incerteza	Risco	Presença de percentual da valorização da ação.	Agliardi <i>et al.</i> (2016) e Augustin e Izhakian (2017)
	Ambiguidade	Sem a presença de percentual de valorização da ação.	
Desempenho da empresa	Melhor desempenho	Informação de lucro líquido, patrimônio líquido e preço da ação maior que período anterior.	Du <i>et al.</i> (2015), Cascino <i>et al.</i> (2014) e Henry e Peytcheva (2018)
	Pior desempenho	Informação de lucro líquido, patrimônio líquido e preço da ação menor que o período anterior.	
Decisão do investidor	Sim	Escolha do investidor por uma das empresas exibidas no cenário do investimento.	Kahneman e Tversky (1979) e Riaz e Hunjra (2015).
	Não		

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

O problema de pesquisa está relacionado à influência de elementos de persuasão nas decisões de investidores em situações de incerteza relacionados ao desempenho da empresa. Para relacionar o problema aos objetivos, fez-se necessário verificar o comportamento de algumas variáveis.

A variável argumento persuasivo, manipulada no experimento, refere-se a frases que continham argumentos persuasivos e evidenciavam o elemento de autoridade (Cialdini, 1984).

Esses argumentos estavam presentes nos relatórios dos analistas financeiros, que foram utilizados no estudo. Quanto à manipulação dessa variável, ela aconteceu de maneira qualitativa, ou seja, a presença ou a ausência de argumentos persuasivos caracterizou a manipulação desta.

A variável ambiente de incerteza foi manipulada utilizando como base o conceito Agliardi *et al.* (2016) e, para diferenciar se o cenário apresentado era de risco ou de ambiguidade, utilizou-se ou não percentuais de valorização das ações da companhia. Assim, para caracterizar o cenário de risco nos relatórios dos analistas, foram apresentados percentuais de valorização da ação, já para caracterizar o ambiente de ambiguidade para os investidores, os cenários não apresentaram percentuais de valorização da ação.

A variável desempenho da empresa foi representada pelas informações contábeis e de mercado. As informações utilizadas foram: lucro líquido, patrimônio líquido e preço das ações. Essas informações, segundo Abott e Monsen (1979), e também Henry e Peytcheva (2018), são muito utilizadas pelos investidores nas escolhas de investimentos. A variável desempenho da empresa, neste estudo, foi classificada de duas maneiras: melhor ou pior desempenho. O melhor desempenho foi considerado quando a empresa apresentava lucro, patrimônio líquido e preço da ação maiores que os registrados no período anterior. Por outro lado, quando a empresa apresentava lucro, patrimônio líquido e preço da ação inferiores aos registrados no período anterior, foi considerado pior desempenho.

A decisão do investidor corresponde ao que passou pelo efeito do tratamento experimental. Em cada cenário, o sujeito de pesquisa deveria escolher uma entre duas empresas, neste estudo, denominadas de Ômega e de Gama. Outros textos que trabalharam com decisão de investidor nesse formato foram: Bi e Liu e Usman (2017), Doukas *et al.* (2016) e Winchel (2015).

Os participantes foram expostos a situações nas quais as variáveis: argumentos persuasivos, ambiente de incerteza e desempenho da empresa foram manipuladas em cenários diversos, para comprovar se alguns desses itens interferem na escolha dos investidores.

Além das variáveis anteriormente descritas, para identificar o perfil dos participantes do experimento, utilizou-se as variáveis: idade, gênero, estado civil, escolaridade, curso, renda, conhecimento do mercado financeiro. Essas variáveis foram coletadas em um questionário inicial, anterior ao experimento. A variável conhecimento do mercado financeiro, em específico, foi obtida por meio de três questões. Essas questões foram baseadas em Klein e Shtudiner (2016). Na primeira questão, perguntou-se como o indivíduo classificaria seu conhecimento em aplicações financeiras; na segunda questão, perguntou-se se o sujeito já

havia feito algum tipo de curso específico sobre mercado financeiro ou investimento — essa pergunta teve o objetivo de constatar se o indivíduo tem algum conhecimento mais aprofundado em investimento; e a terceira questão foi sobre quais tipos de investimento o sujeito já havia realizado — a fim de saber se o indivíduo tinha algum tipo de conhecimento prático com relação ao mercado financeiro e também para confrontar com a primeira pergunta, quando o indivíduo classifica seu conhecimento em termos de mercado financeiro.

Com relação aos constructos da pesquisa, na Tabela 3 são apresentados os objetivos específicos, as variáveis utilizadas, a referência, a operacionalização de cada variável, a hipótese a que cada objetivo está relacionado, e qual o cenário utilizado para cada objetivo.

Tabela 3 - Constructos da pesquisa

<b>Objetivos específicos</b>	<b>Variável</b>	<b>Hipóteses</b>	<b>Operacionalização</b>	<b>Número de identificação do cenário do experimento</b>
Verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores	Argumentos persuasivos	H1; H4	Cinco cenários: dois cenários exclusivos de manipulação da variável persuasão; e três cenários nos quais foram manipuladas as variáveis persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa.	C1; C2; C7; C8; C9
Investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza	Ambiente de incerteza	H2	Quatro cenários: dois cenários que tratam apenas da manipulação da variável ambientes de incerteza; e dois cenários nos quais foram manipuladas as variáveis argumento persuasivo e ambiente de incerteza.	C1; C2; C3; C4
Constatar o efeito da persuasão quanto às decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas	Desempenho da empresa	H3	Três cenários: Dois cenários tratam somente da manipulação da variável desempenho; e um cenário com a manipulação das variáveis persuasão e desempenho da empresa.	C5; C6; C7

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A coluna de hipótese procura evidenciar a qual objetivo as hipóteses estão relacionadas. A descrição de cada hipótese está na próxima seção, item 3.4 da tese. A coluna Número de identificação do cenário do experimento tem o propósito de revelar como cada cenário está relacionado a cada hipótese e, conseqüentemente, a cada objetivo específico. A descrição dos cenários está no item 3.5 da tese.

Cada cenário do experimento apresentou duas empresas (Ômega e Gama) em três momentos diferentes. Em cada um desses momentos, foi possível inserir uma situação distinta

para entender como o investidor se comporta diante da manipulação de três variáveis estudadas: argumento persuasivo, ambiente de incerteza e desempenho da empresa. As variáveis argumento persuasivo e ambiente de incerteza eram manipuladas em trechos de relatório dos analistas e a variável desempenho da empresa foi manipulada nos relatórios financeiros. Todas essas informações foram fornecidas aos participantes da pesquisa, conforme o instrumento de pesquisa disponível nos Apêndices A, B e C deste trabalho.

Para cada momento dos cenários, os participantes teriam disponíveis informações financeiras (lucro líquido, patrimônio líquido e valor das ações), além dos relatórios dos analistas de duas empresas. Depois, deveriam escolher em qual das duas empresas (Ômega ou Gama) optaria em fazer o investimento.

Para conseguir alcançar o objetivo específico “a” do estudo, foram elaborados os momentos 1 e 2 do cenário n.º 1; foi manipulada a variável argumento persuasivo; e foram neutralizadas as variáveis desempenho e ambiente de incerteza, sendo que, em um dos relatórios, apresentava-se argumentos persuasivos e, no outro, não. A mesma estratégia foi adotada no cenário n.º 2, em que os momentos 1 e 2 foram exclusivos para verificar a ação da persuasão sobre a decisão dos sujeitos, ou seja, apenas a variável persuasão foi manipulada nesses momentos.

No terceiro momento dos cenários n.º 7, n.º 8 e n.º 9, todas as variáveis (argumentos persuasivos, ambiente de incerteza e desempenho da empresa) foram manipuladas. Esses momentos foram elaborados para verificar a ação do argumento persuasivo em conjunto com as outras duas variáveis, o ambiente de incerteza e o desempenho da empresa.

A variável argumento persuasivo foi manipulada no relatório inserindo ou não o argumento persuasivo. Entre os seis elementos da persuasão descritos por Cialdini (1984), optou-se pelo elemento de autoridade. Para isso, foram utilizados nos relatórios dos analistas os termos “com nossa experiência”; “continuamos otimistas”; e “esperamos o crescimento das ações”.

Esses argumentos foram escolhidos, pois buscam representar a autoridade técnica que o analista tem com relação ao mercado de capitais, seguindo a recomendação de Shu e Cheng (2012) em que a autoridade é reconhecida pelo prestígio e pela experiência no assunto. Chaiken e Maheswaran (1994) completam dizendo que a credibilidade do especialista é capaz de criar expectativa sobre a validade da mensagem.

Para atingir o objetivo específico “b” da tese, foram utilizados os cenários n.º 1, n.º 2 n.º 3 e n.º 4. Nos dois primeiros momentos do cenário n.º 3 e n.º 4, foram neutralizadas as variáveis argumento persuasivo e desempenho da empresa e foi manipulada apenas a variável

ambiente de incerteza. Já no terceiro momento dos cenários n.º 1, n.º 2, n.º 3 e n.º 4, manipulou-se as variáveis argumento persuasivo e ambiente de incerteza para saber como essas variáveis, quando manipuladas de maneira conjunta, influenciam a decisão do investidor.

Para a manipulação da variável ambiente de incerteza, utilizou-se do critério de Agliardi *et al.* (2016), segundo o qual o ambiente de risco é caracterizado pela utilização de estimativa de probabilidade e o ambiente ambíguo é caracterizado pela falta de estimativa de probabilidade. Para caracterizar o ambiente de incerteza classificado como risco, utilizaram-se as seguintes estimativas de percentuais de valorização do valor da ação: 5%, 6% e variação de 2 a 10%. A utilização de percentuais para diferenciar risco e ambiguidade também foi adotada nos estudos de Clots-Figueras *et al.* (2016) e Sprotten *et al.* (2018).

Por fim, no que tange ao objetivo específico “c” da pesquisa foram utilizados os cenários n.º 5, n.º 6 e n.º 7. A manipulação exclusiva da variável desempenho da empresa ocorreu nos dois primeiros momentos dos cenários n.º 5 e n.º 6. Para isso, alternou-se a situação do desempenho da empresa entre pior ou melhor, tendo como informação aos investidores os seguintes dados: lucro líquido, preço da ação e patrimônio líquido. Já no terceiro momento dos cenários n.º 5 e n.º 6 e nos dois primeiros momentos do cenário n.º 7, foi manipulada, além da variável de desempenho da empresa (pior ou melhor), a variável argumento persuasivo (presença ou ausência de argumentos persuasivos), para saber como essas variáveis quando manipuladas de maneira conjunta influenciam a decisão do investidor.

A distinção entre melhor e pior desempenho da empresa foi a mesma utilizada por Henry e Peytcheva (2018). Considerou-se como melhor desempenho quando a empresa apresentava resultados superiores aos valores apresentados no período anterior e o pior desempenho foi considerado quando a empresa apresentava resultados inferiores aos do período anterior no lucro líquido, no valor da ação e no patrimônio líquido.

Na sequência, é apresentada, na Figura 4, a síntese de operacionalização do experimento.

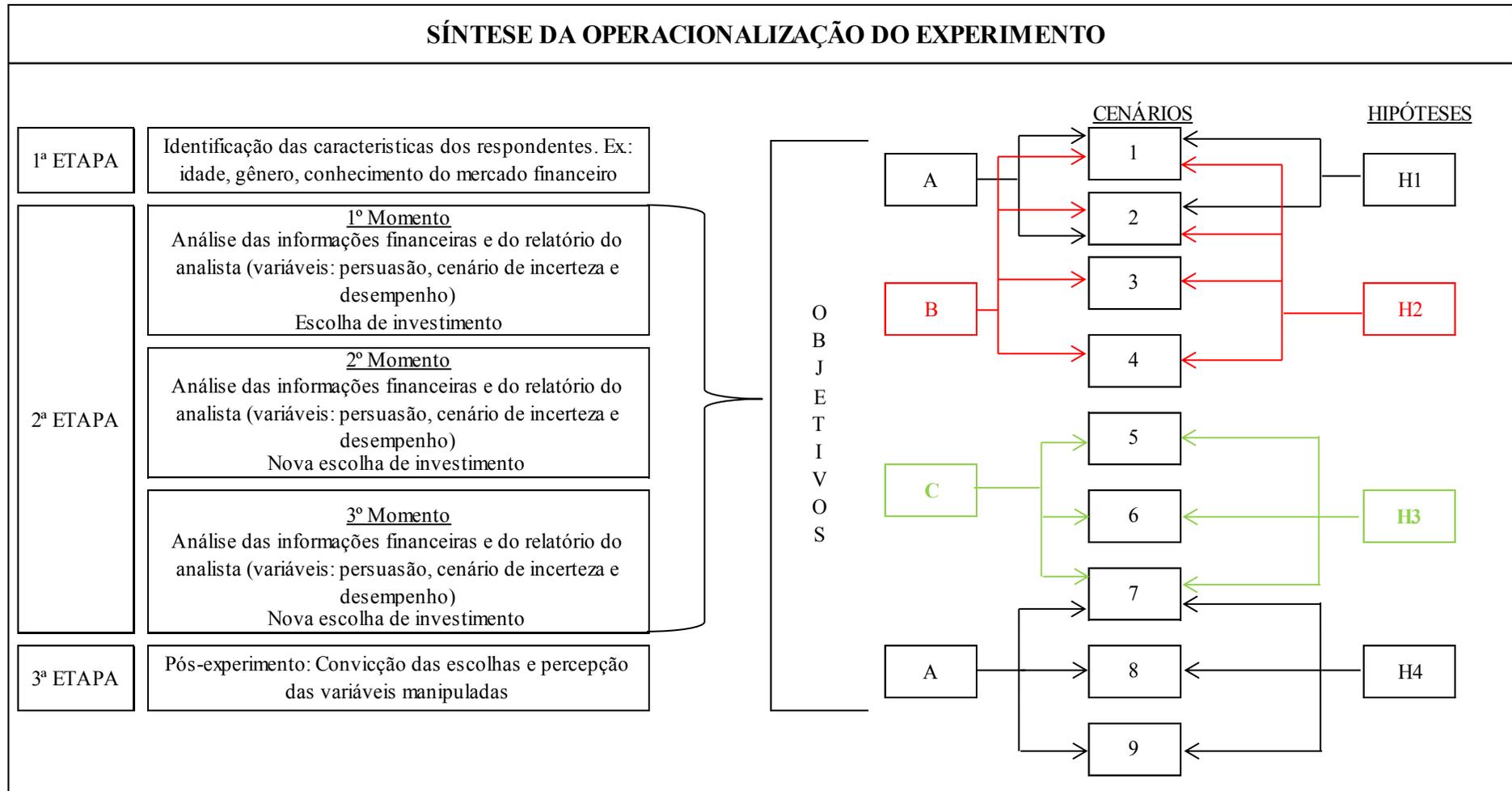


Figura 4- Síntese da operacionalização do experimento

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Figura 4 apresenta a operacionalização do experimento. Nas duas primeiras colunas, constam as etapas do experimento. A primeira etapa consiste no preenchimento das características gerais dos indivíduos pesquisados. Na etapa dois, acontece a manipulação das variáveis estudadas e, na sequência, na terceira etapa, é realizado o pós-experimento para verificar as convicções dos respondentes. A Figura 4 retrata os três objetivos específicos da tese, os quais estão ligados à segunda etapa do experimento, e são apresentadas as conexões desses objetivos com os nove cenários e, na última coluna, são apresentadas as quatro hipóteses do estudo.

Na próxima seção apresenta-se a descrição das quatro hipóteses listadas nesta pesquisa.

### 3.4 HIPÓTESES DA PESQUISA

Nesta pesquisa, apresentaram-se quatro hipóteses, embasadas na revisão de literatura. Todas elas foram desenvolvidas para atender o objetivo geral e, conseqüentemente, os objetivos específicos. A Figura 4 da seção 3.3 ilustra a ligação entre cada objetivo específico e as quatro hipóteses formuladas neste estudo.

A informação com argumentos persuasivos tem como propósito consolidar, alterar o pensamento das pessoas (Shen, 2013; Zhang *et al.*, 2018). Cialdini (1984) listou seis elementos persuasivos, são eles: autoridade, aprovação social, consistência, reciprocidade, escassez e empatia. Esses elementos agem de maneira a simplificar o processo decisório do indivíduo, gerando um atalho na tomada de decisão. Essa situação acontece principalmente em ambientes caracterizados pela incerteza, como é o caso do mercado de capitais. Foi constatado por Winchel (2015) que argumentos persuasivos positivos influenciaram a decisão do investidor, entretanto, ainda não se sabe se argumentos de autoridade podem influenciar as decisões dos investidores.

Para Damasceno e Iglesias (2014), o elemento persuasivo de autoridade pode ser considerado o mais influente dentre os elementos persuasivos. Adicionado a isso, Figueiredo (2015), Shu e Cheng (2012) argumentam que o elemento da autoridade é eficaz por conta do prestígio que o emissor da mensagem tem sobre o receptor da mensagem. Bi *et al.* (2017) afirmaram que existe uma tendência de que as pessoas atendam a solicitação de uma autoridade sem fazer reflexão sobre o que foi pedido, ou seja, criem um atalho na tomada de

decisão pelo fato de ouvir uma mensagem de uma autoridade. Dessa maneira, optou-se por utilizar argumentos de persuasão com características de autoridade nos relatórios dos analistas e espera-se que os relatórios com argumentos persuasivos de autoridade influenciem a decisão dos investidores. Portanto a primeira hipótese é ( $H_1$ ):

$H_1$ : As escolhas dos investidores por investimentos que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos que não apresentaram argumentos persuasivos.

A tomada de decisão em ambiente financeiro é caracterizada por um cenário de incerteza (Agliardi *et al.*, 2016), que pode ser entendido por meio de dois conceitos: risco e ambiguidade (Augustin & Izhakian, 2017). Cenários considerados de risco acontecem em situações nas quais o investimento apresente algum tipo de referência das probabilidades dos resultados (Agliardi *et al.*, 2016). A situação de risco engloba situações que apresentam probabilidades de resultados bem especificadas de maneira transparente. Ao contrário, em situações de ambiguidade, os resultados dependem de eventos naturais, em que as probabilidades devem ser estimadas pelo tomador de decisão com algum grau de imprecisão (Du, 2009).

Para Augustin e Izhakian (2017), o investidor, ao tomar decisão, precisa de uma referência, de um balizador que possa transparecer o mínimo de segurança na tomada de decisão. Cubitt *et al.* (2018) afirmam que as pessoas não gostam da ausência de probabilidade, exibindo preferência ao risco, e Winchel (2015) reitera que a ambiguidade não passa confiança a quem recebe a mensagem.

Du (2009) identificou em seu estudo que as decisões em situação de ambiguidade são diferentes das atitudes em situação de risco e, de maneira geral, os tomadores de decisão não gostam da ambiguidade e preferem o risco. Isso ocorre porque as pessoas preferem evitar situações com poucas informações ou quando as informações não estão claras. Winchel (2015) completa essa hipótese ao indicar que o indivíduo em situação ambígua procura outras informações para formar uma opinião.

A escolha da ambiguidade em relação ao risco acontece, segundo Brenner e Izhakian (2018), principalmente quando o investidor enfrenta uma alta probabilidade de perda. Já se o investidor tiver uma alta probabilidade de ganho, optará pelas situações de risco e não de ambiguidade. Olsen e Cox (2001) realizaram um estudo sobre decisões de ambiguidade e

risco e utilizaram como variável de controle o gênero. Esses autores identificaram que as mulheres têm mais aversão a ambiguidade que os homens.

Bailon *et al.* (2018) realizaram um experimento utilizando cartas de baralho para constatar a ambiguidade e o risco no processo de tomada de decisão das pessoas. Os pesquisadores constataram que a maioria dos participantes decidiu pelas opções com a característica de risco, ou seja, onde as probabilidades são conhecidas. Com esse mesmo propósito, Cubitt *et al.* (2018) realizaram um estudo similar ao experimento das urnas de Ellsberg (1961), utilizando bolas coloridas para constatar a escolhas dos sujeitos diante as situações de ambiguidade e situações de risco. Entretanto, o resultado desse experimento mostrou que a ambiguidade pode ser tão forte quanto o risco nas escolhas dos sujeitos.

Desse modo, em situações de incerteza, as pessoas tendem a procurar argumentos que lhe tragam algum tipo de confiança para decidir, ou seja, a presença de argumentos que transmitem segurança pode fazer a diferença no momento de tomar a decisão.

Os argumentos persuasivos proporcionam aos indivíduos atalhos para a tomada de decisão, pois permitem gerar um sentimento de confiança ao indivíduo (Cialdini, 1984). A presença de argumento oriundo de alguma autoridade técnica pode proporcionar ao receptor da mensagem esse atalho para a tomada de decisão. A mensagem oriunda de uma autoridade segundo Shu e Cheng (2012) apresenta prestígio ao receptor dessa mensagem, pois a autoridade técnica sobre determinado assunto, exerce um papel de confiança, já que representa o conhecimento especializado (Damasceno & Iglesias, 2014). No estudo de Damasceno e Iglesias (2014) e de Shu e Cheng (2012), os elementos de autoridade mostraram-se altamente persuasivos.

Desse modo, espera-se que, em ambientes de incerteza, como é o caso do mercado de capitais, os elementos persuasivos de autoridade em conjunto com características de risco, em que, segundo Han *et al.* (2017), há apresentação de mais detalhes, influenciam mais os investidores que os relatórios que não apresentam elementos de autoridade em um cenário de ambiguidade. Nesse sentido, formulou-se a segunda hipótese (H<sub>2</sub>):

H<sub>2</sub>: As escolhas dos investidores por investimentos em cenário de incerteza com característica de risco e que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos caracterizados pela ambiguidade e que não apresentaram argumentos persuasivos.

Acompanhar o desempenho da empresa é importante para investidor, pois possibilita a este saber se os recursos aplicados estão sendo bem utilizados. Camargos e Barbosa (2005) dizem que, para acompanhar o desempenho da empresa, é necessário verificar as informações financeiras oriundas dos relatórios contábeis.

Segundo Devalle *et al.* (2010), os dados mais relevantes para os acionistas acompanharem o desempenho são o patrimônio líquido e o lucro líquido. Warokka (2008) completa dizendo que o preço da ação também é significativo para o acompanhamento do desempenho, classificando esse desempenho em melhor ou pior, comparado ao próprio resultado da empresa no período anterior.

O melhor desempenho da empresa acontece quando a empresa obteve lucro e aumento no preço das ações com relação ao período anterior analisado, já o pior desempenho acontece quando o lucro foi menor ou houve prejuízo maior que o registrado no período anterior (Henry & Peytcheva, 2018). Henry e Peytcheva (2018) identificaram que o desempenho da empresa pode influenciar a decisão do investidor. Para Du (2009), as pessoas reagem de maneira diferente quando recebem a informação de ganhos ou perdas. Du *et al.* (2015) afirmam que uma informação positiva gera um julgamento positivo e a informação negativa gera julgamento negativo.

Du *et al.* (2015) afirmam que, aparentemente, quando a empresa apresenta resultados piores, os investidores são mais propensos a confiar em sugestões positivas. Já Kimura (2003), diz que os investidores procuram investir em empresas que apresentaram desempenho melhor que o verificado no período anterior e desistem de investir em empresas cujo desempenho tenha sido pior.

O estudo realizado por Du (2009), que procurou verificar o julgamento de investidores em situações nas quais o investidor deveria escolher entre empresas que tinham informações de desempenho favorável e desfavorável, mostrou como resultado que a maioria dos participantes optou por aplicar a maior parte dos recursos em empresas cujo desempenho havia sido favorável.

Para Kimura (2003), notícias de desempenho desfavorável de uma empresa podem influenciar o processo de tomada de decisão, causando um desânimo no mercado, fazendo com que os investidores não invistam nessas empresas. Entretanto, a persuasão, segundo Winchel (2015), pode mudar a atitude do investidor. Os indivíduos não recuperam ou usam todo o conhecimento que têm em uma tomada de decisão, mas acabam confiando no subconjunto de informações potencialmente relevantes que estejam mais acessíveis no momento do julgamento (Du *et al.*, 2015).

O elemento da autoridade, segundo Cialdini (1984), quando exercido de maneira autêntica, é, na grande maioria das vezes, vantajoso, pois apresenta alto nível de conhecimento e sabedoria sobre determinado assunto. Esse tipo de argumentação pode gerar uma espécie de atalho na tomada de decisões dos indivíduos, pois as pessoas podem não utilizar todo o conhecimento adquirido e simplesmente aceitar os argumentos da autoridade, o que acaba sendo uma maneira mais rápida para a tomada de decisão (Tjosvold, Andrews & Struthers, 1991). O estudo de Bickart *et al.* (2015) evidenciou que os elementos da persuasão utilizados por vendedores é capaz de mudar a atitude do cliente ao realizar uma compra. Du (2009) considera que entender as decisões dos investidores em situações desfavoráveis é até mais importante do que entender as decisões em situações favoráveis, uma vez que os indivíduos têm aversão à perda.

A persuasão procura ser um canal entre aquilo que o receptor acredita e que o emissor provoca (Figueiredo, 2015). Henry e Peytcheva (2018) afirmaram que argumentos favoráveis são capazes de reduzir a capacidade dos investidores em discriminar o melhor e o pior desempenho. Espera-se que a persuasão consiga influenciar a decisão dos investidores, fazendo que eles, mesmo em situação em que a empresa tenha apresentado desempenho ruim opte por investir nessa empresa, quando comparada com empresas que tiveram melhor desempenho. Portanto, a terceira hipótese (H<sub>3</sub>) de pesquisa é:

H<sub>3</sub>: As escolhas dos investidores por empresas que tiveram pior desempenho e que apresentaram nos relatórios argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas de investidores por empresas que apresentaram melhor desempenho, porém que traziam relatórios dos analistas sem argumentos persuasivos.

Os ambientes de investimentos podem ser caracterizados pelo risco ou pela ambiguidade. Estudos como o de Du (2009) mostraram que as decisões das pessoas quando submetidas a situações com esses dois ambientes produzem reações diferentes de escolhas. Segundo esse autor, há uma tendência de as pessoas optarem por situações de risco pelo fato de apresentarem um tipo de informação com mais dados do que os ambientes caracterizados pela ambiguidade.

O desempenho de uma empresa, quando comparado com o período anterior, pode ser melhor ou pior a esse período. Segundo Du *et al.* (2015), as pessoas tendem a preferir investimentos cuja empresa tenha apresentado resultados melhores que os do período anterior.

Kahneman (2012) diz que as pessoas tendem a preferir situações mais seguras. Henry e Peytcheva (2018) completam ao afirmar que desempenho da empresa pode ser utilizado para influenciar a decisão do investidor. Esses mesmos autores afirmam que os investidores têm a tendência de escolher investimentos com mais informações e, assim, conseguem identificar com mais facilidade os melhores e os piores desempenhos das empresas. Winchel (2015) argumenta que, diante do relatório que apresenta ambiguidade, os investidores tendem a decidir pelo desempenho da empresa.

Shu e Cheng (2012) argumentam que o indivíduo com autoridade em determinado assunto tem mais chance de persuadir uma pessoa do que alguém sem experiência. Para Du (2009), o ambiente de incerteza afeta o comportamento dos investimentos. Também o quadro de ganhos e perdas afeta o julgamento de decisão (Du, 2009).

Desse modo, espera-se que as escolhas dos investidores sejam por investimento cujo relatório tenha apresentado argumentos persuasivos, o desempenho tenha sido melhor que o período anterior e que o cenário tenha sido caracterizado pelo ambiente de risco. Nesse sentido, formulou-se a quarta hipótese ( $H_4$ ):

$H_4$ : As escolhas dos investidores por empresas que tiveram melhor desempenho, cujo cenário de incerteza seja caracterizado pelo ambiente de risco, e que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas dos investidores por investimento em um ambiente caracterizado pela ambiguidade, pior desempenho e em que não apresentaram argumentos persuasivos.

### 3.5 PROCEDIMENTOS DO EXPERIMENTO

Para atender ao objetivo da pesquisa, foi preparado um experimento cujos participantes foram alunos dos dois últimos anos de graduação dos cursos de Economia, Administração e Ciências Contábeis, os quais adotaram a postura de investidores não profissionais e foram submetidos a investimentos com e sem a presença de elementos persuasivos, em ambientes de incerteza e informações contábeis sobre desempenho das empresas.

A principal vantagem dos experimentos está na possibilidade de conseguir uma alta validade interna. O experimento é um método adequado para questões de pesquisa que investigam relações causais entre variáveis (Smith, 2003).

As pesquisas experimentais são utilizadas em diversas áreas do conhecimento. Na contabilidade, sua utilização é mais recente e tem crescido principalmente com aplicações de teorias da economia e psicologia ligadas a tomada de decisão (Smith, 2003). A utilização de pesquisas experimentais proporciona ao pesquisador identificar as mudanças de comportamento dos indivíduos (Aguiar, 2017).

Ramos e Naranjo (2014) identificaram algumas ações que devem ser consideradas para o planejamento do experimento. A Tabela 4 mostra essas ações.

Tabela 4 - Ações para planejamento do experimento

<b>Ação</b>	<b>Significado</b>
Especificar a amostra	Explicar onde e em que condições se desenvolve o experimento, a quem se aplica.
Escolher o tipo de experimento	Explicitar o tipo de experimento.
Especificar categorias básicas	Explicar a que problema responde o experimento; qual é a hipótese que se pretende verificar; operacionalizar a hipótese; e definir suas variáveis.
Projetar instrumentos	Explicar os instrumentos que se empregam para avaliar a variável dependente, explicar como se neutralizaram as variáveis externas.
Especificar as ações a desenvolver durante o experimento	Podem ser selecionados grupos, caracterizar o objeto no seu estado inicial, aplicar a variável independente, analisar as particularidades da aplicação da variável independente e determinar os seus efeitos sobre o grupo experimental de acordo com os objetivos propostos.
Controlar e validar internamente a experiência	Demonstrar como se neutralizou a incidência de variáveis alheias, demonstrar que o resultado que se alcança é produto da variável independente e não doutras, explicar as técnicas que se aplicaram e os resultados que proporcionaram, distinguir entre a descrição do fenômeno e a interpretação da sua natureza interna, analisar os resultados alcançados.

Fonte: Adaptada de Ramos e Naranjo (2014, p.57).

As ações adotadas neste estudo para atender aos itens listados na Tabela 4 proposto por Ramos e Naranjo (2014), estão descritas nessa seção (procedimentos do experimento).

Sobre o tipo de experimento, Aguiar (2017) classifica o método experimental em: experimento ou quase-experimento. Esta tese utilizou o experimento, pois uma das características do experimento é a manipulação de variável. Esta tese manipulou as variáveis: argumento persuasivo, cenário de incerteza e desempenho da empresa.

Quanto à classificação do experimento, esta pesquisa utilizou o experimento de laboratório. Esse é o tipo mais utilizado nos trabalhos da área contábil, esse processo permite ao pesquisador realizar a experiência manipulando algumas variáveis e controlando outras

(Harrison, 2005). Floyd e List (2016) afirmam que as experiências laboratoriais proporcionam ao pesquisador um maior controle sobre o ambiente. A maior vantagem apontada por Aguiar (2017) para esse tipo de experimento é que este pode de ser reproduzido, fazendo com que aumente sua validade interna.

### 3.5.1 Design do experimento

O método experimental utiliza-se de situações hipotéticas que favorecem a observação do o comportamento humano diante de situações criadas. O experimento possibilita simular acontecimentos reais para que as pessoas possam tomar decisões e constatar esses fatos com questões teóricas (Lima, Rodrigues, Silva, & Silva, 2012), além de oferecer a possibilidade de isolar e analisar a variável de interesse (Riley *et al.*, 2014).

Segundo Coutinho (2011), os planos experimentais puros estão divididos em 5 tipos: pré e pós-teste com grupo de controle; grupos de Solomon; apenas pós-teste com grupo de controle; planos fatoriais; e plano de medidas repetidas.

O plano de medidas repetidas tem como característica medir os sujeitos mais de uma vez nas variáveis estudadas (Coutinho, 2011; Libby, Bloomfield & Nelson, 2002). Smith (2003) denomina esse tipo de experimento de *within subjects designs* (intra-sujeitos) por observarem sempre os mesmos sujeitos em mais de uma condição experimental. Esse plano experimental não necessita de grupo de controle, pois cada participante serve como seu próprio controle experimental (Aguiar, 2017).

Para tanto, acredita-se que a tese se enquadra no tipo de medidas repetidas, pois o propósito do estudo é entender diferenças de comportamento com relação ao mesmo grupo de participantes. Dessa forma, o participante passou por um cenário com três momentos onde recebeu informações com mudanças das variáveis e sua decisão foi monitorada em cada um desses momentos para saber se a variável manipulada influenciou a decisão do sujeito pesquisado, assim a configuração do experimento completou uma fatorial 3 x 2 (três variáveis com duas opções de escolha).

Com base no plano de medidas repetidas de Coutinho (2011), o experimento pode ser realizado em três modalidades: por grupo; pré e pós-testes; e hipótese de pares de sujeitos emparelhados. A modalidade por grupo consiste naquela em que o sujeito recebe vários tratamentos, sendo efetuadas múltiplas observações. É o caso do experimento para esta tese, em que cada sujeito participou de um cenário, no qual recebeu três situações e a decisão foi monitorada com base nas variáveis manipuladas em cada um dos momentos.

A ordem de como os participantes receberam cada cenário do experimento ocorreu de maneira aleatória, o intuito de utilizar essa dinâmica foi aumentar a validade interna do experimento. Também foi empregado o pós-experimento para cada sujeito, seguindo a recomendação dada por Coutinho (2011).

As principais vantagens do experimento do tipo medidas repetidas chamadas por Smith (2003) de *within subjects* são: precisar de menos sujeitos para o experimento; o poder estatístico dos resultados é potencialmente maior por causa dos controles introduzidos nas características individuais, pois essas características não mudaram entre os momentos; são úteis para verificar as diferenças no uso da informação que a tese pretende constatar. Coutinho (2011) acrescenta ainda mais uma vantagem desse tipo de experimento, o fato de que, ao se observar o mesmo sujeito, diminui a variabilidade dentro dos grupos, exigindo menos controle interno para as diferenças individuais, sendo possível confiar mais nos resultados desse tipo de tratamento experimental.

Coutinho (2011), Ramos e Naranjo (2014) e Smith (2003) afirmam que é preciso garantir a validade interna e externa de um experimento. Para assegurar que o experimento conseguiu verificar as variáveis estudadas e conseqüentemente atender aos objetivos listados na pesquisa, este estudo procurou seguir os itens recomendados por Coutinho (2011) e Smith (2003) descritos a seguir.

### 3.5.1.1 Validade interna e externa do experimento

A generalização dos resultados obtidos por um experimento, de acordo com Coutinho (2011), só é possível se houver um controle das fontes potenciais de invalidade e erro. Para a autora, é necessário que o pesquisador garanta que não há outras variáveis que possam influenciar os resultados de sua pesquisa, ou seja, é preciso que se tenha certeza de que as variáveis estranhas tenham sido controladas. Smith (2003) complementa dizendo que quase sempre haverá variáveis potencialmente influentes que ameaçam a validade interna do estudo.

Segundo Ramos e Naranjo (2014), quanto mais controle se exerce sobre as variáveis estranhas, mais se garante a validade do método. Utilizou-se como base as recomendações de Ramos e Naranjo (2014) e Smith (2003) para garantir a validade do experimento, para isso foram identificadas e listadas sete recomendações.

A primeira recomendação é sobre a manipulação da variável independente. Segundo Ramos e Naranjo (2014), é preciso que haja a manipulação da variável independente no experimento. Neste experimento, houve a manipulação das variáveis de persuasão inserindo ou não elementos persuasivos; ambiente de incerteza alternando entre risco ou ambiguidade; e desempenho das empresas intercalando entre melhor e pior desempenho.

A segunda validade apontada por Ramos e Naranjo (2014) é medir a variável independente sobre a variável dependente. Para isso, o sujeito do experimento precisou decidir, entre duas empresas, em qual delas investir, cujos relatórios e dados financeiros apresentavam as variáveis de persuasão, desempenho da empresa e cenário de incerteza.

Smith (2003) apresenta a terceira validade que denominou de randomização, já Aguiar (2017) chama de aleatorização. Nesse item é preciso garantir que os indivíduos sejam distribuídos aleatoriamente. Essa pesquisa realizou o experimento em turmas de graduação e aplicou todos os nove cenários em todas as turmas, distribuindo os cenários de maneira aleatória aos participantes.

O quarto item sobre a validade do experimento é denominado por Smith (2003) como mantendo constante, segundo o autor, é preciso garantir que a variável dependente tenha o mesmo valor em todos os valores da variável independente. Como a variável dependente (decisão do investidor) é uma *dummy*, em todos os cenários a empresa apresenta o mesmo valor.

O contrabalanceamento é o quinto item abordado por Smith (2003) e enfatiza que devem-se utilizar todas as combinações de tratamento, esse experimento buscou relacionar todos os cenários possíveis com as variáveis independentes e dependentes. Esse procedimento gerou nove cenários diferentes com três momentos em cada um deles, conforme descrito na próxima seção.

No sexto item, denominado por Smith (2003) de ignorar as variáveis, o autor recomenda preocupar-se com outras variáveis que podem fazer parte do ambiente no qual o sujeito participa do experimento, ou seja, precisa isolar as variáveis que não estão no escopo da pesquisa. Nesse sentido, as variáveis: tamanho, nome, idade, ramo de atividade da empresa foram isoladas ou ignoradas. Para isso, utilizou nomes fictícios (Gama e Ômega) para as opções de empresas e tomou-se a devida precaução para que, nos relatórios dos analistas e nas informações financeiras, não constasse nenhum indício dessas outras variáveis.

Por último, Ramos e Naranjo (2014) afirmam que é preciso realizar a validade interna do experimento. A validade interna de um experimento está associada a garantia de que os efeitos verificados na execução do experimento foram frutos das variáveis

manipuladas (Libby *et al.*, 2002). Para garantir a validade interna, esta tese utilizou-se dos procedimentos de validade interna proposto por Smith (2003). Esse autor lista algumas preocupações para garantir essa validade interna no experimento, que estão descritas na Tabela 5.

Tabela 5 - Itens que podem comprometer a validade interna do experimento segundo Smith (2003).

Item	Descrição	Aplicabilidade no estudo
Maturação	Impacto relacionado ao tempo do experimento: como fadiga, aprendizado do assunto ou tédio.	O experimento proporciona decisões rápidas e com curta duração.
História	Quando a coleta de dados do experimento é feita por um longo período.	Não se aplica a esse experimento, pois todo o processo acontece em único período.
Testes	Quando os resultados dependem de vários testes que pode se estender por um longo período.	O experimento não precisa de resultados de outros testes, cada sujeito passou por apenas um cenário composto por três momentos, porém todos aconteceram no mesmo dia, sem a necessidade de voltar para coletar novos dados.
Mortalidade dos sujeitos	Os sujeitos podem se ausentar ou desistir do experimento.	O experimento aconteceu no mesmo dia e a duração do mesmo foi curta. Seguindo a recomendação do comitê de ética, o sujeito poderia desistir do experimento a qualquer momento.
Instrumentação	Utilizar os materiais, instruções e procedimentos idênticos.	Foi utilizado o mesmo instrumento com todos os sujeitos, apenas houve mudança nos cenários, onde ocorreu a manipulação das variáveis. Todas as instruções foram padronizadas e fornecidas aos indivíduos. Não houve separação de grupos. Todos os cenários foram aplicados ao mesmo tempo. O autor do trabalho realizou a aplicação de todos os experimentos, essa ação facilitou a padronização dos procedimentos de operacionalização do experimento.
Seleção	Os indivíduos devem ser alocados aleatoriamente entre o grupo de controle e tratamento.	Não houve grupo de controle, pois o experimento utilizou método de medidas repetidas. Os cenários eram aplicados aos participantes em ordem, o primeiro sujeito recebia o primeiro cenário, o segundo participante o segundo cenário, e assim até o nono cenário. Quando os nove cenários eram entregues, iniciava-se novamente com o primeiro cenário até chegar ao nono novamente.
Regressão estatística	Há uma tendência estatística para os resultados sucessivos dos sujeitos regressarem para a média.	As etapas de questionário inicial e do pós-experimento aconteceram na sequência. As respostas às escolhas do investidor foram binárias.

Imitação de tratamento	Quando os sujeitos têm comunicação, pode haver troca de respostas de um para outro.	Durante a explicação sobre o experimento foi avisado aos sujeitos que não havia resposta certa ou errada, que existiam nove cenários diferentes e assim era para concentrar-se apenas nas suas decisões sem se comunicar com os demais participantes do experimento.
Desmoralização ressentida	Tratamentos experimentais diferentes podem causar nos participantes níveis de motivações diferentes e impactar nos resultados.	Não houve tratamentos experimentais diferentes entre os indivíduos. Todos os participantes receberam o mesmo tipo de tratamento.

Fonte: Adaptada de Smith (2003, p.109-110).

As estratégias adotadas no procedimento na Tabela 5 foram utilizadas para amenizar potenciais ameaças à validade interna do estudo. A validade externa do experimento também é um item que deve ser levado em consideração pelo pesquisador, para Libby *et al.* (2002) a validade externa procura evidenciar como os resultados podem ser generalizados ao avaliar os participantes do experimento e as atividades a serem realizadas. Para a validade externa Smith (2003) menciona itens que estão listados na sequência.

O primeiro item mencionado por Smith (2003) é o da validade populacional. Segundo o autor, os resultados precisam ser generalizáveis e a população deve ser representativa. Para isso, foram utilizados como representantes dos investidores estudantes de graduação dos dois últimos anos dos cursos da área de ciências sociais aplicadas (Ciências Contábeis, Economia e Administração). Com essa amostra, foi possível obter o número de 864 participantes para o experimento.

O segundo item chamado por Smith (2003) de validade ecológica ocorre quando os resultados podem ser generalizados para outros ambientes. Neste estudo, os cenários apresentados aos sujeitos foram retirados de relatórios e demonstrações de empresas que têm ações negociadas na bolsa de valores. No entanto, não foram fornecidas aos participantes todas as informações financeiras, nem o relatório completo do analista financeiro, nem outras informações que os investidores teriam no mundo real. Isso se deve ao fato de que ao fornecer todas as informações disponíveis, não seria possível identificar a ação das variáveis: persuasão, cenário de incerteza e desempenho nas decisões dos investidores, além de, ao fornecer todas as informações disponíveis do mundo real para o investidor tomar a decisão, o experimento levaria muito tempo, o que poderia causar a fadiga nos respondentes.

A validade temporal, outro item para validade externa do experimento, permite que os resultados da pesquisa possam ser generalizados ao longo tempo (Smith, 2003). Nesta pesquisa, as informações contábeis e os relatórios de investidores são ferramentas do mercado

financeiro e fazem parte do cotidiano dos investidores para a tomada de decisão. Dessa maneira, esses resultados poderão ser generalizáveis ao longo do tempo.

Smith (2003) recomenda também cuidar da seleção dos participantes da pesquisa. Neste experimento isso não aconteceu, pois, após a autorização do comitê de ética para realização da pesquisa, a autorização pela universidade e também pelo professor que ministra a aula todos os alunos de cada turma puderam participar do experimento.

### 3.5.1.2 Cenários

O cenário experimental foi desenhado para atender aos objetivos da pesquisa. Para isso, foram projetados cenários em que os participantes, na condição de investidores não profissionais, indiquem em quais empresas investir a partir das informações financeiras e do relatório de analistas financeiros.

O item primordial para o desenvolvimento do estudo é constatar se as narrativas sobre as empresas oriundas de relatórios de analistas que contenham o elemento persuasivo influenciam os investidores na tomada de decisão. Para verificar essa condição, utilizou-se nos cenários do experimento recortes de relatórios de analistas que continham elementos persuasivos em sua descrição e outros que não continham.

Procurar entender como os argumentos persuasivos atuam na decisão do investidor, sem que ocorram novas informações é um dos pontos-chaves desta tese. Para conseguir essa situação, fez-se o uso do experimento por meio de textos e informações financeiras anteriormente divulgadas. Desse modo, não houve divulgação de novas informações, foram utilizadas apenas informações já publicadas, que foram mostradas de maneira diferente.

Para Smith (2003), algumas variáveis precisaram ser ignoradas para não impactar nas variáveis que o pesquisador verificou. Neste experimento, utilizou-se nomes fictícios para as empresas, eliminando, assim, julgamentos preexistentes com relação ao nome, tamanho, histórico e segmento das empresas. Os nomes utilizados para as empresas foram: Ômega (O) e Gama (G). Dessa forma, procurou-se controlar as variáveis que não estão diretamente envolvidas nos relacionamentos da investigação, seguindo a recomendação de Smith (2003).

O experimento foi dividido em três etapas:

Etapa 1: Questionário sobre o perfil dos participantes do experimento;

Etapa 2: Cenários com as informações para a tomada de decisão dos investimentos;

Etapa 3: Questionário pós-experimento.

A primeira etapa do experimento consistiu no preenchimento do questionário sobre o perfil do investidor, que servirá como base para analisar as características dos sujeitos que participaram da pesquisa. Nesse questionário, constam: idade; profissão; gênero; formação; estado civil; renda; conhecimento sobre aplicações financeiras; e quais investimentos o sujeito já realizou. O questionário está no Apêndice B do trabalho.

A segunda etapa está dividida em três momentos e é composta por nove cenários diferentes (Apêndice C). Em cada momento e cenário, realizou-se pelo menos a manipulação de uma variável (argumentos persuasivos, ambiente de incerteza e desempenho da empresa). Para Smith (2003), quando os sujeitos passam por diferentes níveis de variáveis, é possível analisar o impacto de tratamentos diferentes com o mesmo sujeito, essa é uma característica do experimento por medidas repetidas. A Tabela 6 apresenta os nove cenários, os três momentos de cada cenário e quais foram as manipulações em cada um desses momentos, cada participante passou apenas por um cenário.

Tabela 6 - Composição dos cenários utilizados no experimento

Cenário	1.º Momento	2.º momento	3.º momento	Empresa	Hipótese
1	sem persuasão; risco; pior	sem persuasão; ambiguidade; pior	sem persuasão; risco; pior	Ômega	H <sub>1</sub> ; H <sub>2</sub>
	com persuasão; risco; pior	com persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; ambiguidade; pior	Gama	
2	sem persuasão; ambiguidade; melhor	sem persuasão; risco; melhor	sem persuasão; risco; melhor	Ômega	H <sub>1</sub> ; H <sub>2</sub>
	com persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; risco; melhor	com persuasão; ambiguidade; melhor	Gama	
3	sem persuasão; risco; pior	com persuasão; risco; pior	sem persuasão; ambiguidade; pior	Ômega	H <sub>2</sub>
	sem persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; risco; pior	Gama	
4	sem persuasão; risco; melhor	com persuasão; risco; melhor	sem persuasão; ambiguidade; melhor	Ômega	H <sub>2</sub>
	sem persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; risco; melhor	Gama	
5	sem persuasão; risco; pior	com persuasão; risco; pior	sem persuasão; risco; melhor	Ômega	H <sub>3</sub>
	sem persuasão; risco; melhor	com persuasão; risco; melhor	com persuasão; risco; pior	Gama	
6	sem persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; ambiguidade; pior	sem persuasão; ambiguidade; melhor	Ômega	H <sub>3</sub>
	sem persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; ambiguidade; pior	Gama	

7	sem persuasão; risco; pior	sem persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; risco; melhor	Ômega	H <sub>3</sub> ; H <sub>4</sub>
	com persuasão; risco; melhor	com persuasão; ambiguidade; melhor	sem persuasão; ambiguidade; pior	Gama	
8	sem persuasão; risco; melhor	sem persuasão; risco; pior	sem persuasão; risco; melhor	Ômega	H <sub>4</sub>
	sem persuasão; ambiguidade; pior	sem persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; ambiguidade; pior	Gama	
9	com persuasão; risco; pior	com persuasão; risco; melhor	sem persuasão; ambiguidade; melhor	Ômega	H <sub>4</sub>
	com persuasão; ambiguidade; melhor	com persuasão; ambiguidade; pior	com persuasão; risco; pior	Gama	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

No primeiro e no segundo momentos do primeiro cenário, buscou-se verificar se os argumentos persuasivos influenciam a decisão do investidor. Para isso, em um relatório do analista de uma das empresas, não se apresentou argumentos persuasivos e, no outro relatório, havia argumentos persuasivos. As outras variáveis (ambiente de incerteza e desempenho da empresa) não foram manipuladas nos dois momentos, ou seja, elas foram apenas controladas. No terceiro momento desse cenário, buscou-se verificar se os argumentos persuasivos em conjunto com o ambiente de incerteza influenciam a decisão do investidor. Nesse momento, manipulou-se a variável persuasão e também a variável ambiente de incerteza.

Quanto ao segundo cenário, no primeiro e no segundo momentos, também se buscou verificar se os argumentos persuasivos influenciam a decisão do investidor. Para isso, no relatório de uma das empresas, não se apresentou argumentos persuasivos e, no outro relatório, estavam presentes elementos persuasivos. As outras variáveis (ambiente de incerteza e desempenho da empresa) foram controladas nos dois momentos. Já no terceiro momento, além da manipulação da variável persuasão, manipulou-se também a variável ambiente de incerteza.

Para o terceiro cenário, no primeiro e no segundo momentos, procurou-se verificar se o ambiente de incerteza influencia a decisão do investidor. Para isso, no relatório de uma das empresas, apresentou-se uma situação de risco e, no da outra empresa, apresentou-se ambiente ambíguo. As outras variáveis (argumento persuasivo e desempenho da empresa) foram apenas controladas. Já no terceiro momento, além da manipulação da variável ambiente de incerteza, manipulou-se também a variável argumento persuasivo para verificar a influência dessas duas variáveis em conjunto na decisão do investidor.

No primeiro e no segundo momentos do quarto cenário, procurou-se verificar se o ambiente de incerteza influencia a decisão do investidor. Para isso, no relatório de uma das empresas, apresentou-se uma situação de risco e, no da outra empresa, apresentou-se uma situação de ambiguidade. As outras variáveis (argumento persuasivo e desempenho da empresa) foram controladas nos dois momentos. Já no terceiro momento desse cenário, além da manipulação da variável ambiente de incerteza, manipulou-se também a variável persuasão.

No quinto cenário, para o primeiro e segundo momentos, procurou-se verificar se o desempenho da empresa influencia a decisão do investidor. Para isso, nas informações financeiras de uma das empresas, apresentou-se uma situação melhor e, nas de outra empresa, apresentou-se uma situação pior. As outras variáveis (argumento persuasivo e ambiente de incerteza) não foram manipuladas. Já no terceiro momento desse cenário, procurou-se verificar se o desempenho em conjunto com a persuasão influencia a decisão do investidor. Para isso, além da manipulação da variável desempenho da empresa, manipulou-se também a variável persuasão.

Quanto ao sexto cenário, no primeiro e no segundo momentos, procurou-se verificar se o desempenho da empresa influencia a decisão do investidor. Para isso, nas informações financeiras de uma das empresas, apresentou-se uma situação melhor e, nas da outra empresa, apresentou-se uma situação pior com relação ao período anterior. As outras variáveis (argumento persuasivo e ambiente de incerteza) foram apenas controladas. Já no terceiro momento, além da manipulação da variável desempenho da empresa, manipulou-se também a variável persuasão.

No primeiro e no segundo momentos do sétimo cenário, procurou-se verificar se elementos persuasivos e desempenho da empresa influenciam a decisão do investidor. Para isso, no primeiro momento, ambas as empresas estavam em um cenário de risco, entretanto, uma das empresas recebeu em seu relatório elementos persuasivos com um desempenho melhor que o anterior e a outra empresa recebeu um relatório sem elementos persuasivos e com desempenho pior que o anterior. Já no segundo momento, as variáveis de desempenho e persuasão foram iguais ao do primeiro momento. Entretanto, o ambiente foi o de ambiguidade. No terceiro momento desse cenário, todas as variáveis (argumento persuasivo, ambiente de incerteza e desempenho da empresa) receberam manipulação para as duas empresas, ou seja, nenhuma dessas empresas apresentou variável sem manipulação.

Para o oitavo cenário, no primeiro e no segundo momentos, procurou-se verificar se ambiente de incerteza e desempenho da empresa influenciam a decisão do investidor. Para

isso, no primeiro momento, ambas as empresas não receberam elementos persuasivos nos relatórios dos analistas. Entretanto, uma das empresas estava em um ambiente ambíguo e com desempenho pior em relação ao período anterior e a outra empresa em ambiente de risco com desempenho melhor, comparado ao período anterior. Já no segundo momento, uma das empresas estava em um ambiente de risco cujo desempenho havia sido pior que o anterior e a outra empresa, em um ambiente ambíguo com desempenho melhor. No terceiro momento desse cenário, todas as variáveis (argumento persuasivo; ambiente de incerteza e desempenho da empresa) foram diferentes para as duas empresas.

Quanto ao novo cenário, para primeiro e segundo momentos, procurou-se verificar se ambiente de incerteza e desempenho da empresa influenciam a decisão do investidor. Para isso, no primeiro momento, ambas as empresas receberam elementos persuasivos. Entretanto, uma das empresas estava em um ambiente ambíguo e com desempenho melhor que o do período anterior. A outra empresa apresentou-se em um ambiente de risco com desempenho melhor que o registrado no período anterior. Já no segundo momento, uma das empresas estava em um cenário de risco e desempenho melhor e a outra, em um ambiente ambíguo com pior desempenho. No terceiro momento desse cenário, todas as variáveis (argumento persuasivo; ambiente de incerteza e desempenho da empresa) foram diferentes para as duas empresas.

A opção de realizar três momentos deu-se por dois motivos: o primeiro foi para que o sujeito não herdasse conhecimento durante o experimento. Caso ele passasse por todos os possíveis cenários que o problema de pesquisa estuda, poderia adquirir conhecimento e as respostas poderiam ser influenciadas pelo seu autoconhecimento; o segundo motivo foi pelo cansaço mental em responder muitos momentos e a possibilidade de o sujeito desistir de responder de maneira concentrada em todos os cenários. Optou-se por inverter os cenários durante a coleta de dados para aumentar a validade interna do instrumento e assegurar que as variáveis estudadas (argumento persuasivo, ambiente de incerteza e desempenho da empresa) estivessem sendo percebidas e medidas pelos participantes.

O intuito da terceira fase, denominado pós-experimento, é constatar se os participantes perceberam as variáveis manipuladas (Leary, 2012). Este questionário foi aplicado em todos os cenários. O questionário contém três perguntas para cada momento.

Neste experimento, não foram oferecidos incentivos monetários, uma vez que segundo, Camerer e Hogarth (1999), Gneezy e Rustichini (2000), o uso de incentivo monetário não motiva os sujeitos da pesquisa. Esses autores testaram o efeito do incentivo do

dinheiro em um experimento e constataram que aqueles que não receberam incentivos monetários apresentaram melhor desempenho do que aqueles que receberam o incentivo. Smith (2003) afirma que se deve evitar ao máximo remunerar os participantes do experimento. Veszteg e Funaki (2018) afirmaram que o incentivo monetário em experimento nem sempre pode garantir o comprometimento do participante durante o estudo, é necessário levar em consideração o nível de satisfação do sujeito em participar da experiência.

Outro motivo para não remunerar o participante é pelo fato de a Resolução n.º 466 (2012) do Ministério da Saúde no artigo n.º 7 parágrafo 6 proibir a remuneração do participante da pesquisa, podendo ser reembolsadas apenas despesas com transporte, alimentação, estadia, etc.

Desse modo, apresentou-se o *design* do experimento adotado, as possíveis ameaças quanto às validades interna e externa do experimento e as estratégias adotadas para amenizar essas possíveis ameaças. Também nesse tópico foram apresentados os cenários que foram aplicados aos participantes.

### **3.5.2 Instrumentos Operacionais**

A justificativa pela utilização do método experimental deve-se à necessidade de identificar as escolhas dos investidores e constatar se os argumentos persuasivos que foram utilizados nos relatórios fizeram a diferença na hora do investimento por parte do investidor, levando em consideração as variáveis de ambiente de incerteza e de desempenho da empresa.

Outro fator que contribuiu para a utilização do método experimental é o fato de este possibilitar um ambiente controlado. No ambiente natural, o investidor tem acesso a diversas outras variáveis que podem interferir na decisão, como, por exemplo, tamanho da empresa, tempo de atuação, nível de governança, rentabilidade, etc. Isso prejudicaria a constatação da influência das variáveis: argumentos persuasivos, ambiente de incerteza e desempenho da empresa, nas decisões dos investidores.

No experimento desenvolvido para responder à pergunta desta tese, os participantes ficaram no papel de investidores não profissionais. A primeira etapa do experimento corresponde a um questionário inicial (Apêndice B) sobre o perfil do sujeito que participou do experimento.

Os questionamentos levantados foram realizados para identificar algumas características dos participantes. Posteriormente esses dados foram utilizados para análise. Essas informações referem-se a: idade; gênero; estado civil; se a maior parte do estudo foi em

escola pública ou privada; experiência no mercado de trabalho; renda familiar; históricos de investimentos e suas preferências sobre investimentos.

As perguntas do questionário inicial tiveram como bases outros estudos. A identificação da idade dos participantes no experimento também foi utilizada nos estudos de Ehm *et al.* (2018); Gava e Vieira (2006); Henry e Peytcheva (2018); Shu e Cheng (2012); e Sproten *et al.* (2018). A pergunta sobre gênero dos participantes foi utilizada por Barber e Odean (2000); Henry e Peytcheva (2018); Olsen e Cox (2001); Shu e Cheng (2012). A questão sobre a renda familiar utilizou a divisão adotada pelo IBGE para definição da classe social por renda, na qual famílias que ganham até dois salários mínimos são consideradas de classe E; para as famílias que têm renda entre dois e cinco salários, classificam-se na classe D; para as que ganham entre cinco a dez salários, são da classe C; de dez a vinte salários são da classe B; e famílias que ganham mais de vinte salários mínimos são da classe A. Essa escala foi a mesma utilizada no estudo de Gava e Vieira (2006). Sem utilizar a escala do nível de renda, mas também utilizando a renda, foram identificadas as pesquisas de Ehm *et al.* (2018) e Henry e Peytcheva (2018), que também levantaram o nível de renda dos participantes. A questão sobre conhecimento em aplicações financeiras dos participantes da pesquisa foi feita no estudo de Camargo (2018), Du *et al.* (2015), Ehm *et al.* (2018), Klein e Shtudiner (2016).

Na segunda etapa do experimento, foram apresentados os cenários para que os participantes pudessem escolher investir em uma das empresas denominadas de Ômega ou Gama. Foram apresentados dados financeiros para representar melhor ou pior desempenho com relação ao período anterior e relatórios de analistas cujo conteúdo continha ou não elementos persuasivos e informações que caracterizavam ambiente de ambiguidade ou risco (Apêndice C).

Para o método experimental, foram aplicados nove cenários, cada cenário contou com três momentos. Em todos os momentos e cenários, o investidor teve sempre duas opções de empresa para tomar a decisão.

Os momentos apresentados no experimento foram elaborados com base nas informações de duas empresas reais, que estavam na B3. Entretanto, os nomes, as atividades ou setores de atuação dessas empresas não foram revelados aos participantes da pesquisa para garantir que essas variáveis não interferissem na decisão. Os participantes receberam informações sobre os dados financeiros das empresas, que continham: lucro líquido, patrimônio líquido e preço da ação e, na sequência dos dados financeiros, receberam também trechos de relatório dos analistas, onde se concentrou dados sobre o cenário de incerteza e

também os argumentos persuasivos. Os dados foram extraídos das demonstrações financeiras das empresas, referentes ao ano de 2017.

Cada momento de cada cenário recebeu um tratamento diferente para cada empresa, conforme apresentado na Tabela 6 dos cenários no item 3.5.1.2. Desse modo, cada indivíduo passou por um cenário que continha três momentos de decisão. No primeiro momento, o sujeito faz a escolha em uma das empresas. No segundo momento, as duas empresas recebem tratamentos nas variáveis diferentes ao do primeiro momento e os sujeitos fazem uma nova escolha; e, no terceiro momento, as empresas novamente recebem tratamentos diferentes aos dois primeiros e, novamente, os sujeitos escolhem uma empresa para investir. Outros estudos utilizaram experimento com diversas informações para identificar a decisão do investidor. Foi o caso de Du (2009), Du *et al.* (2015), Ehm *et al.* (2018), Henry e Peytcheva (2018), Lee, Yun e Haley (2012), Winchel (2015) e Yu, Wu, Chang e Chu (2013).

O pós-experimento foi aplicado logo após o término de cada momento em todos os cenários. Foram apresentadas questões aos sujeitos sobre a percepção de persuasão, ambiguidade e desempenho da empresa. Esse questionário contém três perguntas de múltipla escolha para constatar o entendimento do sujeito com relação ao que foi respondido.

Na primeira questão, foi perguntado o grau de convicção da resposta. Na segunda questão, perguntou-se qual foi o principal motivo da decisão — nesta questão foram listadas várias opções, entre elas, as variáveis que estavam sendo manipuladas e controladas em cada cenário. O intuito foi verificar se a variável que estava sendo manipulada foi percebida pelo participante da pesquisa.

Na sequência, a terceira questão utilizou-se da escala *Likert* de sete pontos, sendo (1) para discordo totalmente e (7) para concordo totalmente. Esse processo também possibilitou a indicação, por parte dos participantes, de que a variável que estava sendo tratada havia sido notada por eles e havia os influenciado na tomada de decisão. Questões de pós-experimentos foram utilizadas em estudos como o de: Camargo (2018); Ehm *et al.* (2018); Henry e Peytcheva (2018); e Winchel (2015).

Antes de realizar o experimento com os discentes da graduação, o instrumento de pesquisa passou por alguns pré-testes, denominado por Aguiar (2017) de teste-piloto. Essa ação permite identificar e ajustar inadequações que poderiam ocorrer durante o experimento, comprometendo-o. Para Smith (2003), na fase-piloto do experimento, é possível verificar se a manipulação das variáveis estudadas está produzindo as mudanças na direção desejada. Inicialmente, realizou-se um teste com cinco pessoas: três investidores que possuíam ações na

bolsa de valores; um gerente de investimento de um banco no Brasil e um professor da área de ciências sociais aplicadas.

Após essas cinco pessoas responderem o experimento e indicarem algumas contribuições, que foram acatadas pelo pesquisador, o instrumento de pesquisa foi aplicado em nove alunos de doutorado em contabilidade, sendo três alunos de um programa brasileiro e seis alunos de um programa português. Depois de recolher sugestões e constatar a necessidade de realizar algumas adequações no instrumento, foi realizado um pré-teste com 45 estudantes de graduação do curso de ciências contábeis que se encontravam no último ano do curso em uma instituição de ensino superior pública.

O intuito do pré-teste foi o de verificar a adequação das perguntas, quanto ao entendimento e percepção dos participantes, testar a operacionalização do experimento quanto à disposição da sala e à condução do experimento. Essa operacionalização foi importante para compreender como o pesquisador deveria agir com vários cenários acontecendo no mesmo momento. Os sujeitos que participaram do pré-teste foram escolhidos porque tinham as mesmas características dos sujeitos que participaram do experimento definitivo, ou seja, estavam nos últimos dois anos de curso da área de ciências sociais aplicadas. Os resultados do pré-teste não foram utilizados na análise da pesquisa.

Com a aplicação do pré-teste, foi possível detectar correções nos itens propostos para a coleta de dados, verificar a dificuldade de compreensão do que foi solicitado aos participantes e constatar o tempo estimado para o experimento. Durante o pré-teste, verificou a necessidade de realizar alterações em dois cenários, porque houve a percepção de que os respondentes não entenderam o que foi solicitado. Também constatou-se que o último sujeito a entregar o experimento demorou 16 minutos e 40 segundos. No mais, os participantes consideraram o questionário claro, conciso e bem compreendido. Outras pesquisas que utilizaram como metodologia o experimento também utilizaram o pré-teste, como a de Camargo (2018), Winchel (2015) e Zhang *et al.* (2018).

### **3.5.3 População e coleta de dados**

Os participantes da pesquisa foram estudantes dos dois últimos anos de graduação dos cursos de: Administração, Ciências Contábeis e Economia. A opção por esses cursos deve-se ao conhecimento e domínio sobre as informações econômicas e financeiras ofertados em suas grades curriculares (Lima *et al.*, 2012). Smith (2003) menciona que não há diferença

em utilizar estudantes e sujeitos com experiência em experimento que utiliza dados de informações financeiras. Na pesquisa, Du *et al.* (2015) mencionam que alunos de contabilidade são apropriados para serem substitutos de investidores não profissionais. Investidores não profissionais também foram utilizados na pesquisa de Henry e Peytcheva (2018) e de Riley *et al.* (2014).

Para Aguiar (2017), esse tipo de amostra é considerada homogênea ou padronizada, uma vez que são todos estudantes. Segundo esse autor, a vantagem desse tipo de amostra é reduzir a possibilidade de mudanças na variável dependente, devido ao perfil dos sujeitos, o que contribui para a validade interna do estudo.

Os estudantes escolhidos para participarem desta pesquisa caracterizam-se como investidores não profissionais, que são aqueles investidores que possuem investimentos de baixo valor. Para Nguyen *et al.* (2016), os investidores não profissionais representam a grande maioria dos investidores e não são considerados altamente alfabetizados financeiramente além de apresentarem baixos valores aplicados. Por outro lado, os investidores profissionais são a minoria no mercado de ações, porém são os que apresentam o maior montante de recursos aplicados.

A seleção da amostra deu preferência aos alunos de graduação que estivessem cursando os dois últimos anos da graduação, pois já tiveram maior contato com disciplinas específicas dos seus respectivos cursos.

Em relação à quantidade de participantes do experimento, Aguiar (2017) afirma que deve estar ligado ao efeito na validade da estatística do estudo. Para o autor, quanto maior o número de sujeitos, maior o poder de determinar o desenho experimental.

A sugestão de Aguiar (2017) é utilizar, no mínimo, vinte participantes por cenário. Ainda recomenda, quando possível, utilizar o mesmo número em cada cenário. Esta tese trabalhou com esse parâmetro, ou seja, o número mínimo esperado era de 180 participantes, sendo 20 participantes para cada um dos nove cenários. No entanto, foi possível realizar o experimento com 864 participantes, sendo 96 para cada um dos nove cenários.

No que diz respeito à forma de coleta de dados, Aguiar (2017) menciona três tipos: *pencil and paper*, utilizada no estudo de Winchel (2015); computador, utilizada por Camargo (2018); e internet, utilizada por Ehm *et al.* (2018). Para esta tese, optou-se pela primeira técnica, pois, segundo Aguiar (2017), essa técnica é a mais tradicional, é considerada a mais confiável e a que requer o mínimo de conhecimento de tecnologia por parte dos participantes, além de proporcionar um percentual de participação muito alto. Nesta pesquisa, apenas cinco acadêmicos devolveram o experimento incompleto, no qual foram descartados da amostra.

Desde modo, de um total de 869 participantes que receberam o experimento, 864 responderam de maneira completa, isso corresponde a uma taxa de 99,42% de retorno da pesquisa. A única desvantagem da técnica *pencil and paper* é a tabulação dos dados, que deve ser feita de maneira manual. Estima-se que o pesquisador levou aproximadamente 14 horas para tabular todos os experimentos.

A aplicação do experimento aconteceu entre os meses de maio e outubro de 2019. Entretanto, entre o final do mês de junho e o começo de agosto, não houve realização do experimento por se tratar do período final do semestre e os alunos encontraram-se em provas e em férias. Também nas universidades estaduais houve, nesse período, a greve estadual dos servidores. Em algumas universidades privadas, ocorreu um pouco de resistência para aplicar o experimento. Em três delas, foi feito o primeiro contato, foi enviada a documentação solicitada, como o parecer do comitê de ética, e depois do envio dessa documentação, houve várias novas tentativas de contato que não foram respondidas por parte dos coordenadores.

### **3.5.4 Protocolo da pesquisa**

Antes de ir a campo realizar o experimento, a pesquisa foi submetida e aprovada pelo Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos, por meio da Plataforma Brasil, cujo parecer é de número 3.150.664 e o do Certificado de Apresentação para Apreciação Ética (CAAE) é 04157718.5.0000.5231.

Para realizar o experimento, foi necessário conseguir, junto à instituição de ensino superior em que foi aplicado o experimento, uma autorização. Também foi previamente agendado com o professor qual o melhor momento da aula em que poderia ser realizado o experimento. O tempo para execução do experimento foi de aproximadamente 15 minutos. Esse tempo foi comunicado à instituição e ao professor antes de aplicar o experimento.

Na sala de aula, antes de iniciar o experimento, foi explicado, de maneira verbal, aos participantes, o conteúdo do experimento; mencionado que a participação era totalmente voluntária e que poderiam desistir a qualquer momento da pesquisa. Foi perguntado aos participantes se estes eram investidores profissionais. Caso fossem, não poderiam participar da pesquisa. Na sequência, foram entregues todos os formulários do experimento grampeados, que continham: Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (Apêndice A); questionário inicial (Apêndice B) cujas questões eram sobre as características dos respondentes; experimento e pós-experimentos (Apêndice C) que continham os cenários com três

momentos, que incluíam as informações financeiras e relatórios dos analistas, além das questões do pós-experimento.

A distribuição ocorria de maneira aleatória, previamente, já se tomou o cuidado para que os cenários estivessem na ordem, na hora de entregar aos participantes. Na primeira folha, os participantes receberam Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (Apêndice A), que consiste em uma autorização para participação do experimento, e, nesse termo, foram contemplados e aprovados pelo Comitê de Ética os seguintes itens: sigilo absoluto dos dados; as informações coletadas no experimento não trarão nenhum risco ao participante, tratando-se apenas de uma opinião; será permitido desistir da participação a qualquer momento do experimento.

Antes dos participantes começarem a responder, foi comunicado que: estes deveriam manter a individualidade em relações a suas decisões, salientando que não existiam respostas certas ou erradas no experimento e que as decisões eram apenas opiniões particulares; que existiam diversos cenários diferentes e, portanto, não havia a necessidade de comunicar-se ou verificar a respostas com algum colega, pois as informações eram diferentes e dificilmente o respondente estaria próximo de alguém que apresentasse o mesmo cenário que o dele; pediu-se para que cada participante se concentrasse em seu experimento, a fim de chegar a respostas que lhe parecessem as melhores; que o participante se colocasse no lugar de um investidor que faria uma aplicação no mercado de ações; informou-se que as datas que constavam no experimento eram apenas ilustrativas, entretanto, não deveriam levar em consideração o cenário político, econômico e social do período em que o país apresentava-se nas datas descritas; alertou-se o participante para que respondesse a caneta e que não poderia mudar a decisão — por exemplo, se no primeiro momento, havia feito a escolha pela empresa Gama e, ao final do terceiro momento, percebeu que a melhor opção teria sido a empresa Ômega, não poderia desistir e corrigir o investimento, porque se procurou traduzir a simulação do experimento da maneira mais real possível, ou seja, após a primeira escolha, passaram-se três ou seis meses e, mesmo o investidor descobrindo que o primeiro investimento não tinha sido vantajoso, ele não pode voltar no tempo para mudar suas decisões.

Após todas as recomendações, o início do experimento era permitido, o pesquisador aguardava na sala até que todos os participantes devolvessem o experimento respondido e também para o caso de haver algum tipo de dúvida. O pesquisador responsável aplicou todos os experimentos, não houve delegação dessa atividade a nenhum outro pesquisador. Ao final, após recolher todos os questionários, o pesquisador numerava todos os experimentos em ordem crescente para identificar cada sujeito de pesquisa. Esses formulários eram todos

colocados dentro de um envelope, onde se tomou o cuidado de anotar o nome da universidade onde foi aplicado, o nome do curso, identificação da turma (ano, fase ou período) e o data do experimento.

### 3.6 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

A análise estatística foi realizada para completar todo o percurso da pesquisa. Inicialmente, todos os dados coletados no experimento foram digitados pelo próprio autor em uma planilha eletrônica, o que facilitou a utilização de *software* específico para análise. A análise de dados, bem como os testes estatísticos, foi realizada no *software* STATA®, seguindo o procedimento indicado por Fávero e Belfiore (2017).

Com o intuito de proporcionar a compreensão das informações coletadas e mostrar o perfil dos sujeitos que participaram do experimento, foram realizadas as estatísticas descritivas com base nos cálculos de média, moda, mínimo, máximo e desvio padrão. A estatística descritiva segundo Fávero e Belfiore (2017) tem a função de descrever e avaliar determinada base de dados utilizada na pesquisa. Outras pesquisas sobre decisão de investidores que fizeram uso da estatística descritiva em suas análises foram: Camargo (2018); Du (2009); Gava e Vieira (2006); Henry e Peytheva (2018); Nguyen *et al.* (2016); Olsen e Cox (2001); Rasheed *et al.* (2018); e Winchel (2015).

Diante do problema de pesquisa e da maneira como foi elaborado o experimento, optou-se em realizar o teste de hipótese, que consiste em um procedimento para decisão sobre a rejeição ou aceitação de determinada hipótese (Fávero & Belfiore, 2017). Os testes de hipóteses dividem-se em paramétricos e não paramétricos, para saber qual dos dois utilizar foram realizados os testes de distribuição normal e de homocedasticidade dos resíduos. O Teste de *Kolmogorov-Smirnov* indicou que os dados não apresentaram distribuição normal e a homogeneidade dos resíduos. Desse modo, utilizou-se um teste não paramétrico, foi utilizado o Teste Binomial para todas as hipóteses.

Os testes não paramétricos, segundo Fávero e Belfiore (2017), podem ser aplicados em hipóteses com características qualitativas da população. Segundo esses autores, esse tipo de teste apresenta como vantagem a possibilidade de ser aplicado em grande variedade de situações, pois não exige premissas rígidas sobre a população.

A análise de dados foi dividida de acordo com as hipóteses formuladas neste estudo. Para testar as hipóteses, foram elaborados nove cenários, com três momentos em cada

cenário. Inicialmente foi identificado o percentual de escolhas dos investidores em cada um dos momentos dos respectivos cenários. Na sequência, realizou-se a análise em percentuais da variável demográfica de gênero, pois estudos como o de Olsen e Cox (2001), Grable *et al.* (2004), Du (2009), Camargo (2018) e Henry e Peytheva (2018) constaram que as escolhas dos investidores pela variável gênero podem ser diferentes.

Para as hipóteses descritas na seção 3.4 calculou-se o Teste Binomial, cujo nível de significância utilizado foi de 5%. Para constatar se o argumento persuasivo, o ambiente de incerteza e o desempenho da empresa influenciaram as decisões dos sujeitos, foi empregado o Teste Binomial, que é utilizado para identificar se os dados coletados da amostra apresentam característica da variável binária, ou seja, se só existem dois possíveis resultados: fracasso ou sucesso (Fávero & Belfiore, 2017). No caso deste estudo, os dois resultados possíveis eram escolher empresa Gama ou Ômega. O cálculo foi realizado sobre as escolhas dos indivíduos cujas respostas se deram por *dummy*.

### 3.7 DESENHO DA PESQUISA

A Figura 5 demonstra como a pesquisa sobre o elemento persuasivo de autoridade influencia a decisão do investidor relacionada ao desempenho das empresas em um cenário de incerteza característico do mercado de capitais.

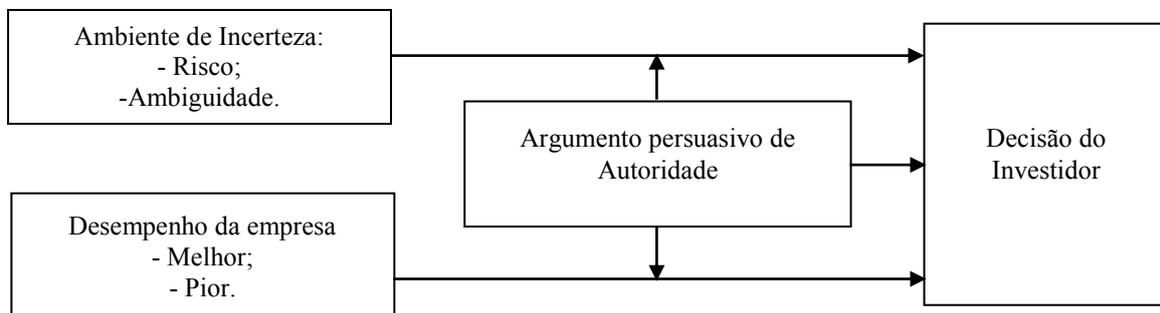


Figura 5- Desenho da pesquisa

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Para demonstrar como foi realizada a trajetória da pesquisa, a Figura 6 apresenta de maneira resumida as seis etapas desse estudo: problema e definição dos objetivos; definição da estrutura da revisão da literatura; definição das variáveis e hipóteses de pesquisa; coleta e análise dos dados; resultados, e; conclusões e recomendações.

<b>TRAJETÓRIA DA PESQUISA</b>			
1. <sup>a</sup> Etapa	Definição do Problema	Qual a influência da persuasão nas decisões dos investidores com relação ao desempenho das organizações em ambientes de incerteza no mercado de capitais?	
	Definição dos Objetivos	Geral	Analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais.
		Específicos	a) Verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores; b) Investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza; c) Constatar o efeito da persuasão quanto às decisões dos investidores, relacionadas ao desempenho das empresas.
2. <sup>a</sup> Etapa	A persuasão; ambiente de incerteza no mercado de capitais; desempenho da empresa; decisão de investidores.	<b>Definição da Estrutura da Revisão da Literatura</b>  Persuasão: trajetória epistemológica; abordagens teóricas e elemento persuasivo de autoridade; Ambiente de incerteza: ambiguidade e risco; Desempenho da empresa: melhor ou pior; Decisão do investidor: abordagem pelas finanças comportamentais.	
3. <sup>a</sup> Etapa	Variáveis de pesquisa	<b>Definição das Hipóteses</b>	
	Decisão do investidor; argumento persuasivo (autoridade); cenário de incerteza (risco e ambiguidade); desempenho da empresa (melhor ou pior).	$H_1$ : As escolhas dos investidores por investimentos que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos que não apresentaram argumentos persuasivos. $H_2$ : As escolhas dos investidores por investimentos em cenário de incerteza com característica de risco e que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos caracterizados pela ambiguidade e que não apresentaram argumentos persuasivos. $H_3$ : As escolhas dos investidores por empresas que tiveram pior desempenho e que apresentaram nos relatórios argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas de investidores por empresas que apresentaram melhor desempenho, porém que traziam relatórios dos analistas sem argumentos persuasivos. $H_4$ : As escolhas dos investidores por empresas que tiveram melhor desempenho, cujo cenário de incerteza seja caracterizado pelo ambiente de risco, e que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas dos investidores por	

		investimento em um ambiente caracterizado pela ambiguidade, pior desempenho e em que não apresentaram argumentos persuasivos.
4. <sup>a</sup> Etapa	<b>Coleta de Dados</b>	<b>Análise dos dados</b>
	Método experimental em três etapas: a) questionário sobre o perfil do participante; b) cenários com informações para decisão do investidor; c) perguntas pós-experimento. Coleta pela técnica <i>pencil and paper</i> Total de 864 participantes; Estudantes do curso de Administração, Ciências Contábeis e Economia.	Os dados coletados foram digitados em uma planilha eletrônica; Foi utilizado o software <i>Stata</i> ®; Realizada a estatística descritiva com os dados dos participantes; Foi realizado o Teste Binomial para constatar a influência da persuasão, do ambiente de incerteza e do desempenho da empresa.
5. <sup>a</sup> Etapa	<b>Resultados</b>	
	Verificação da influência da persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa na decisão dos investidores.	
6. <sup>a</sup> Etapa	<b>Conclusões e Recomendações</b>	

Figura 6 - Trajetória da pesquisa

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

### 3.8 LIMITAÇÕES

Algumas limitações foram identificadas nesta pesquisa, uma delas está relacionada ao método utilizado, o método experimental. Nesta pesquisa, foi utilizado o experimento em laboratório. Essa técnica busca reproduzir o ambiente real, ele possibilita manipular algumas variáveis a fim de testá-las em um ambiente controlado. Por outro lado, dificulta reproduzir todos os efeitos que acontecem externamente como no mundo real.

Desse modo, os participantes do experimento não tiveram acesso a todas as informações que poderiam ter à disposição em um ambiente natural. Geralmente, quando o investidor avalia o relatório do analista, antes de decidir, ele tem à sua disposição uma gama mais complexa de informações. Utilizou-se de recortes de relatórios de analistas e de demonstrações contábeis de empresas que estavam listadas na B3. Entretanto, não foram disponibilizados todos os relatórios na íntegra para os indivíduos, tão pouco não foram dispostos todos os dados contábeis dos demonstrativos contábeis. Outro aspecto é o fato de

limitar o respondente à opção de apenas duas empresas. No mundo real, o investidor apresenta uma diversidade muito maior de tipo de investimento e, também, sobre o número de empresas para investir.

Quanto à abordagem teórica da persuasão utilizada no estudo, também houve a limitação de utilizar apenas um dos seis elementos listados por Cialdini (1984). A escolha foi feita para não deixar os cenários de escolha grandes demais, inviabilizando a aplicação do experimento.

Em relação à amostra utilizada, também ocorreu uma limitação. Foram utilizados estudantes de graduação dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia e esses estudantes, geralmente apresentarem uma baixa média de idade e baixa renda, além de, na maioria dos casos, não apresentarem um forte conhecimento sobre o mercado de ações. Já os investidores profissionais, cuja população não fez parte da amostra da pesquisa, são considerados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) as pessoas que têm investimento maior que dez milhões de reais e, nesse caso, não foi possível identificar os efeitos dos argumentos persuasivos nos investidores com esse tipo de perfil. Desse modo, os resultados desta pesquisa não podem ser generalizados para outras populações, ou seja, se estendem apenas à população específica da pesquisa.

Mesmo considerando as limitações listadas anteriormente, supõe-se que estas não invalidam os resultados da pesquisa, uma vez que o assunto sobre decisão de investidor com elementos persuasivos é pouco abrangente na literatura e pode criar atalhos e proporcionar vieses nas decisões dos investidores. Portanto, acredita-se que os resultados são válidos para os investidores e para academia, alertando que argumentos presentes em relatórios podem impactar na decisão.

## 4 RESULTADOS

O capítulo dos resultados está dividido em três seções. Na primeira seção, apresenta-se a estatística descritiva dos participantes. Na segunda seção, são descritos os resultados do experimento sobre as variáveis: persuasão; ambiente de incerteza; e desempenho da empresa. E na última seção, foi apresentada a síntese dos resultados.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

O experimento contou com a participação de 864 indivíduos. Os participantes são estudantes de graduação dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia, provenientes de dois Estados (Paraná e Santa Catarina), divididos em sete Instituições de Ensino Superior, sendo três universidades públicas e quatro universidades privadas. Para preservar a identidade dos estudantes, as universidades não foram identificadas, as universidades públicas foram denominadas: Pública (I), Pública (II) e Pública (III), e as privadas, de Privada (I), Privada (II), Privada (III) e Privada (IV). A Tabela 7 mostra a distribuição dos alunos por curso e por instituição.

Tabela 7 - Quantidade de participantes por instituição e por curso

Instituição/Curso	Administração	Ciências Contábeis	Economia	Total
Pública (I)	52	147	66	265
Pública (II)	54	90	35	179
Pública (III)	-	135	-	135
Privada (I)	56	17	-	73
Privada (II)	77	-	-	77
Privada (III)	-	36	-	36
Privada (IV)	65	34	-	99
<b>Total</b>	<b>304</b>	<b>459</b>	<b>101</b>	<b>864</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A maioria dos participantes é de universidades públicas, cerca de 67% dos indivíduos são dessas instituições e 33%, de instituições privadas. Os participantes são estudantes dos cursos de graduação de: Administração, Ciências Contábeis e Economia. O curso com maior

número de participantes foi o de Ciências Contábeis, com 53% dos indivíduos; o curso de Administração representou 35%; e o de Economia, 12% dos participantes.

A maioria dos sujeitos realiza o curso de graduação no período noturno, 82% dos estudantes. Nas universidades privadas pesquisadas, os cursos que participaram dessa pesquisa não são ofertados no período diurno e, nas universidades públicas, o número de estudantes por turma no período diurno apresentou-se menor que o de alunos nos cursos do período noturno.

A Tabela 8 apresenta o gênero dos participantes do experimento. Nessa Tabela, foi apresentado o gênero de acordo com os cursos dos estudantes.

Tabela 8 - Gênero dos participantes por curso de graduação

<b>Curso/Gênero</b>	<b>Feminino</b>	<b>%</b>	<b>Masculino</b>	<b>%</b>	<b>Total Geral</b>
Administração	137	45%	167	55%	304
Ciências Contábeis	220	48%	239	52%	459
Economia	40	40%	61	60%	101
<b>Total Geral</b>	<b>397</b>	<b>46%</b>	<b>467</b>	<b>54%</b>	<b>864</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A maioria dos participantes é do gênero masculino. Cerca de 54% dos respondentes afirmaram ser do gênero masculino e 46% apontaram ser do gênero feminino. Com relação ao gênero dos participantes por cursos, todos os cursos (Administração, Ciências Contábeis e Economia) apresentaram como maioria estudantes do gênero masculino.

Outra pesquisa experimental que apresentou a maioria dos participantes do gênero masculino foi a de Shu e Cheng (2012), cujo percentual de participantes masculino foi de 62%. Já a pesquisa de Zhang *et al.* (2018) apresentou um equilíbrio entre os participantes, sendo a metade do gênero feminino. No estudo de Henry e Peytcheva (2018), a maioria dos participantes foi do gênero feminino 52,7%. O mesmo aconteceu no estudo de Sproten *et al.* (2018) com 59% dos participantes sendo do gênero feminino.

Os participantes mais jovens que participaram da pesquisa tinham 19 anos e o mais velho, 55 anos. Esse participante mais velho é do curso de Administração, os mais jovens estão presentes nos três cursos. Os dados constantes na Tabela 8 evidenciam que a maioria (aproximadamente 39,5%) dos respondentes está com a idade entre 21 e 23 anos.

A Tabela 9 apresenta a faixa etária dos participantes da pesquisa por curso.

Tabela 9 - Idade dos participantes por curso

Instituição	Curso/Idade	Até 20 anos	De 21 a 23 anos	De 24 a 26 anos	De 27 a 29 anos	De 30 a 39 anos	Acima de 40 anos	Total Geral
Públicas	Administração	22	40	24	5	13	2	<b>106</b>
	Ciências Contábeis	106	151	45	25	32	13	<b>372</b>
	Economia	17	40	27	9	6	2	<b>101</b>
	<b>Total</b>	<b>145</b>	<b>231</b>	<b>96</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>17</b>	<b>579</b>
Privadas	Administração	41	79	38	13	20	7	<b>198</b>
	Ciências Contábeis	20	31	15	6	13	2	<b>87</b>
	<b>Total</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>53</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>285</b>
<b>Total Geral</b>		<b>206</b>	<b>341</b>	<b>149</b>	<b>58</b>	<b>84</b>	<b>26</b>	<b>864</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A média geral dos participantes foi de 24 anos, média muito parecida com a do estudo de Sproten *et al.* (2018) cuja média de idade dos participantes foi de 23,3 anos. Os indivíduos dos três cursos ficaram com uma média de idade muito próxima, a mais alta foi do curso de Administração, com 24,2 anos, e o curso de Ciências Contábeis obteve a menor média de idade com 23,9 anos. Por instituição, a média de idade dos estudantes das universidades públicas foi de 23,8 anos, já das universidades privadas foi de 24,4 anos, evidência que os alunos das universidades privadas costumam realizar o curso de graduação com maior idade.

Outras pesquisas também realizaram a classificação dos participantes por idade, como a de Zhang *et al.* (2018) que apresentaram os seguintes percentuais: 10% tinham até 20 anos de idade; 60,2% tinham 21 a 24 anos; 21,2% tinham entre 25 a 29 anos; 7,3% tinham de 30 a 39 anos, e; 1,2% tinham acima de 40 anos. O estudo de Shu e Cheng (2012) o percentual de idade dos participantes foi de: 2,5% com menos de 20 anos; 33,3% com idade entre 20 e 25 anos; 42,5% entre 26 a 30 anos; 21,7% tinham acima de 30 anos.

Com relação à idade por gênero, notou-se que a média entre masculino e feminino foi muito próxima em todas as faixas etárias. A média geral para o gênero feminino foi um pouco mais baixa de 23,7 anos, enquanto que para o gênero masculino a média foi de 24,2 anos.

Em outra pergunta do questionário inicial do experimento, solicitou-se ao participante que este deveria classificar o seu próprio conhecimento sobre investimentos financeiros. A Tabela 10 mostra o resultado do conhecimento financeiro dos participantes da pesquisa.

Tabela 10 - Autoavaliação sobre conhecimento financeiro do participante

<b>Conhecimento financeiro</b>						
<b>Curso</b>	<b>Nenhum</b>	<b>Pouco</b>	<b>Razoável</b>	<b>Conheço bem</b>	<b>Conheço muito</b>	<b>Total</b>
Administração	9,54%	44,74%	37,83%	6,91%	0,99%	100%
Ciências Contábeis	9,15%	49,02%	35,51%	5,88%	0,44%	100%
Economia	2,97%	49,50%	39,60%	6,93%	0,99%	100%
<b>Gênero</b>						
Feminino	8,82%	49,87%	37,03%	3,78%	0,50%	100%
Masculino	8,35%	45,61%	36,62%	8,57%	0,86%	100%
<b>Idade</b>						
Até 20 anos	7,77%	50,00%	35,92%	5,83%	0,49%	100%
De 21 a 23 anos	6,74%	48,97%	36,95%	6,74%	0,59%	100%
De 24 a 26 anos	10,74%	38,26%	42,95%	8,05%	0,00%	100%
De 27 a 29 anos	10,34%	51,72%	27,59%	6,90%	3,45%	100%
De 30 a 39 anos	11,90%	51,19%	34,52%	2,38%	0,00%	100%
Acima de 40 anos	11,54%	42,31%	34,62%	7,69%	3,85%	100%
<b>Renda</b>						
Classe A	0,00%	33,33%	33,33%	25,00%	8,33%	100%
Classe B	4,88%	39,02%	43,90%	12,20%	0,00%	100%
Classe C	10,33%	46,20%	34,78%	8,15%	0,54%	100%
Classe D	8,50%	48,80%	37,04%	5,23%	0,44%	100%
Classe E	8,33%	48,81%	36,90%	4,76%	1,19%	100%
<b>Média Geral</b>	<b>8,56%</b>	<b>47,57%</b>	<b>36,81%</b>	<b>6,37%</b>	<b>0,69%</b>	<b>100%</b>

**Nota:** A distribuição de renda por classe utilizada foi a estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Geografia Estatística (IBGE), na qual a família que ganha até dois salários mínimos está classificada na Classe E; de dois a cinco salários na Classe D; de cinco a dez salários na Classe C; de dez a vinte salários na Classe B; e acima de 20 salários, está classificada na Classe A.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A maioria dos participantes 47,57% afirmou que tem pouco conhecimento com relação a investimentos financeiros, cerca de 37% das pessoas afirmaram conhecer razoavelmente e apenas seis participantes responderam “conhecer muito” sobre as aplicações financeiras. Ao perguntar aos participantes se já haviam realizado algum tipo de curso específico sobre finanças, 91% dos participantes responderam que nunca fizeram nenhum tipo de curso específico voltado a investimentos e, dos que responderam já ter feito algum curso, 7,3% disseram ter feito um curso e o restante realizou dois ou mais cursos específicos sobre finanças. O resultado do estudo de Camargo (2018) também apontou que a maioria dos participantes afirmou ter pouco conhecimento sobre investimentos financeiros.

Sobre grau de conhecimento indicado pelos respondentes, notou-se que os de maior renda apontaram ter maior conhecimento financeiro quando comparado com os participantes de menor renda. Cerca de 57% dos participantes das classes D e E afirmaram não ter nenhum conhecimento ou pouco conhecimento sobre os investimentos e apenas 6% disseram conhecer

bem ou muito bem os investimentos. Já para as classes A e B 33% disseram conhecer pouco e outros 33% afirmaram conhecer bem ou muito bem os investimentos financeiros.

A Tabela 11 mostra em quais aplicações os participantes já realizaram algum tipo de investimento.

Tabela 11 - Tipos de aplicações financeiras realizadas pelos participantes

Gênero	Poupança	CDB e RDB	Previdência Privada	Tesouro direto	Bolsa de valores	Outros	Nunca aplicou
Feminino	287	32	26	21	15	8	97
Masculino	339	48	39	57	56	21	100
<b>Total Geral</b>	<b>626</b>	<b>80</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>71</b>	<b>29</b>	<b>197</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Dos participantes da pesquisa, 22,8% nunca fizeram nenhum tipo de aplicação financeira. A grande maioria, 667 pessoas, fez ao menos um tipo de aplicação. O tipo de aplicação mais praticado entre os participantes é a poupança. Do montante de pessoas que aplicaram na poupança, 72% delas aplicaram somente nessa modalidade e o restante realizou aplicação em pelo menos mais um tipo de investimento.

Com relação ao gênero, nota-se que o percentual de homens foi maior que o de mulheres com relação a investimento, enquanto 79% dos homens já afirmaram ter realizado algum tipo de investimento, o percentual feminino foi de 75%. Com relação ao tipo de aplicação, aproximadamente 96% das mulheres que já investiram apresentaram como um dos investimentos a poupança, enquanto entre os homens, o percentual é um pouco menor, 92% investiram ou investem na poupança.

Com relação à aplicação na bolsa de valores, das pessoas que fizeram algum tipo de investimento, 11% delas já investiram ou investem nessa modalidade. Dessa quantidade de investidores da bolsa de valores, a maioria é do gênero masculino: 79% e apenas 21% dos investidores do mercado de capitais são do gênero feminino. O que mostra que os homens tendem a ter menos aversão ao cenário de incerteza (Klein & Shtudiner, 2016), ou seja, eles têm a tendência de ousar mais nas escolhas de investimentos e, conseqüentemente, com aplicações de renda variável, ao contrário das mulheres, que procuram investir mais em investimentos de renda fixa.

Na pesquisa, vinte e nove participantes responderam realizar “outros tipos de investimentos”. Esses outros investimentos foram discriminados pelos respondentes, como: *criptomoedas*, *Bitcoin*, fundo de investimentos, fundo imobiliário e LCI (Letras de Crédito

Imobiliário). Sobre as características dessas pessoas, vinte e uma eram do gênero masculino e oito do gênero feminino.

Outro questionamento realizado foi se o participante do experimento pretendia investir futuramente na bolsa de valores. As respostas estão na Tabela 12.

Tabela 12 - Pretensão de investir na bolsa de valores pelos participantes

<b>Curso</b>	<b>Sim</b>	<b>Não</b>	<b>Já investido</b>	<b>Total Geral</b>
Administração	58,88%	34,21%	6,91%	100,00%
Ciências Contábeis	61,22%	29,63%	9,15%	100,00%
Economia	72,28%	19,80%	7,92%	100,00%
<b>Gênero</b>				
Feminino	55,67%	40,30%	4,03%	100,00%
Masculino	66,81%	21,41%	11,78%	100,00%
<b>Renda</b>				
Classe A	25,00%	25,00%	50,00%	100,00%
Classe B	60,98%	21,95%	17,07%	100,00%
Classe C	66,30%	23,91%	9,78%	100,00%
Classe D	60,78%	32,90%	6,32%	100,00%
Classe E	61,90%	31,55%	6,55%	100,00%
<b>Idade</b>				
Até 20 anos	62,62%	30,10%	7,28%	100,00%
De 21 a 23 anos	63,93%	28,15%	7,92%	100,00%
De 24 a 26 anos	64,43%	27,52%	8,05%	100,00%
De 27 a 29 anos	65,52%	29,31%	5,17%	100,00%
De 30 a 39 anos	50,00%	36,90%	13,10%	100,00%
Acima de 40 anos	38,46%	50,00%	11,54%	100,00%
<b>Total Geral</b>	<b>61,69%</b>	<b>30,09%</b>	<b>8,22%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A pesquisa apontou que 71 participantes já investiram ou investem na bolsa de valores, outras 533 pessoas responderam não investir, mas pretende investir na bolsa de valores um dia, e 260 participantes afirmaram não ter interesse em investir no mercado de ações, pois preferem investimentos mais seguros. Ao realizar uma análise mais analítica dessa tendência dos participantes, percebe-se que os estudantes do curso de Economia são os mais propensos a participar de investimento na bolsa, apenas oito estudantes afirmaram que não

pretendem investir na bolsa. Já os estudantes do curso de Administração mostraram-se mais resistentes ao investir no mercado de ações.

Com relação ao gênero, mais uma vez, percebe-se que o gênero masculino foi mais propenso a participar de investimentos mais arriscados, 77% dos participantes do gênero masculino responderam que investirão ou já investiram na bolsa, apenas cem homens afirmaram não querer investir na bolsa. Klein e Shtudiner (2016) também haviam apontado que o homem é mais propenso a realizar investimentos menos conservadores.

Outra diferença evidente com relação às características das pessoas que já investem na bolsa, está na renda familiar. Percebe-se que as pessoas das Classes A, B e C apresentaram o percentual maior de investidores nesse segmento do que as pessoas que estão nas Classes menos favorecidas (D e E). Esse resultado está de acordo com a afirmação dada por Gava e Vieira (2006) de que quanto maior a renda, maior a propensão de assumir investimentos mais arriscados.

Com relação à idade, nota-se as duas faixas com pessoas de maior idade (de 30 a 39 e acima de 40 anos), foram as que apresentaram maior percentual de investimento em bolsa. Entretanto, a faixa etária com maior pretensão de investir na bolsa foi a de 27 a 29 anos. Esse resultado está próximo ao apontado por Gava e Vieira (2006) ao evidenciarem que as pessoas entre 30 e 40 anos têm mais tendência em assumir investimentos com maiores riscos.

Após apresentar as características dos participantes da pesquisa, na sequência, são apresentados os resultados e discussões sobre as decisões dos investimentos desses indivíduos com informações contendo elementos persuasivos, em situações de incerteza e com relação ao desempenho da empresa.

## 4.2 RESULTADO E DISCUSSÃO SOBRE AS DECISÕES DE INVESTIMENTOS

Esta seção refere-se ao alcance dos objetivos específicos “a”, “b” e “c”. Para isso, foi realizado um experimento com estudantes, no qual assumiram o papel de investidores não profissionais. O experimento foi elaborado a partir de nove cenários diferentes e em cada cenário, havia três momentos distintos, cada sujeito passou por um cenário. Em cada momento, foi proposta uma combinação de variáveis desigual, resultando em vinte e sete combinações de situações diferentes. Para cada cenário, foram realizados 96 experimentos, totalizando 864 respondentes. A Tabela 13 mostra a distribuição de participantes por cenário e por IES pública ou privada.

Tabela 13 - Número de participantes por cenário e por tipo de IES

<b>Cenário</b>	<b>IES Pública</b>	<b>IES Privada</b>	<b>Total</b>
Cenário 1	67	29	96
Cenário 2	66	30	96
Cenário 3	62	34	96
Cenário 4	62	34	96
Cenário 5	64	32	96
Cenário 6	64	32	96
Cenário 7	65	31	96
Cenário 8	67	29	96
Cenário 9	62	34	96
<b>Total Geral</b>	<b>579</b>	<b>285</b>	<b>864</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 12 mostra que a quantidade de cenários por tipo IES foi equilibrada. Nota-se que a maioria, dois terços dos participantes, era de universidades públicas. Com relação a participantes por curso, a maioria foi do curso de Ciências Contábeis (53%). O curso de Economia apresentou o menor percentual entre os participantes (12%). As próximas seções foram elaboradas para atender às quatro hipóteses testadas neste estudo.

#### **4.2.1 Decisões no cenário de persuasão**

Essa seção refere-se ao objetivo específico “a”: verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores, por meio de situações que apresentam ou não argumentos persuasivos nos relatórios dos analistas.

Para constatar a influência da persuasão na decisão do investidor, foram destinados quatro momentos (primeiro e segundo momento dos cenários 1 e 2). Nesses quatro momentos, foi manipulada apenas a variável persuasão, para verificar se as pessoas eram influenciadas pelos argumentos persuasivos de autoridade ou não. As outras duas variáveis (ambiente de incerteza e desempenho da empresa) não receberam manipulação e foram controladas nesses respectivos momentos. Assim, no primeiro momento do cenário 1, as empresas (Ômega e Gama) apresentaram um ambiente de risco e ambas também apresentaram desempenho pior que o registrado no período anterior. Entretanto, a empresa Ômega não recebeu argumento persuasivo e a Gama recebeu argumentos persuasivos. No

segundo momento desse mesmo cenário, as respectivas empresas receberam a manipulação da variável persuasão, mas ambas apresentaram-se em uma situação de ambiguidade e com desempenho pior. Para o primeiro momento do cenário 2, as empresas Ômega e Gama estavam em um ambiente de ambiguidade com melhor desempenho e, no segundo momento, as respectivas empresas apresentaram-se em um ambiente de risco com melhor desempenho.

Os participantes desse experimento receberam informações financeiras sobre duas empresas (Ômega e Gama). Nessas informações, estavam presentes o lucro líquido, o patrimônio líquido e o preço da ação. Na sequência, havia dois trechos dos relatórios de analistas financeiros referentes a essas duas empresas, sendo que em um dos relatórios apresentava-se os argumentos persuasivos e, no outro, o relatório não continha argumentos persuasivos. Após receberem esses dados, os participantes do experimento deveriam decidir em qual empresa investir.

Na Tabela 14, são apresentadas as escolhas dos investidores para os cenários e momentos onde a persuasão foi manipulada de maneira isolada, já as outras variáveis controladas.

Tabela 14 - Teste Binomial para variável persuasão ( $H_1$ )

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 1 – Momento 1</u>	<u>96</u>		
Com persuasão	60	62,5	0,0184
Sem persuasão	36	37,5	
<u>Cenário 1 – Momento 2</u>	<u>96</u>		
Com persuasão	59	61,5	0,0315
Sem persuasão	37	38,5	
<u>Cenário 2 – Momento 1</u>	<u>96</u>		
Com persuasão	59	61,5	0,0315
Sem persuasão	37	38,5	
<u>Cenário 2 – Momento 2</u>	<u>96</u>		
Com persuasão	64	66,7	0,0014
Sem persuasão	32	33,33	
<b>Total Geral</b>	<u>384</u>		
Com persuasão	242	63,02	0,0000
Sem persuasão	142	36,98	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Os dados apresentados na Tabela 14 mostram que 63,02% dos participantes tomaram a decisão esperada, ou seja, optaram pelo investimento cujo relatório do analista continha argumentos persuasivos. Esse resultado reforça a afirmação de Shen (2013) de que a persuasão é uma atividade comunicativa capaz de impactar na decisão do indivíduo.

A Tabela 14 evidencia o cálculo de cada momento e o resultado agregado dos quatro momentos com relação a manipulação da variável persuasão. Conforme os resultados do Teste Binomial é possível não rejeitar a  $H_1$  para a variável argumento persuasivo ( $p=0,0000$ ).

Individualmente, nos quatro momentos (primeiro e segundo momento dos cenários 1 e 2), o percentual de investidores que escolheram os investimentos cujo relatório apresentava elemento persuasivo de autoridade foi maior do que as escolhas pela empresa sem argumentos persuasivos. Esses dados corroboram os achados de Shu e Cheng (2012) quando afirmam que os elementos de autoridade são essenciais para a tomada de decisão.

Ao analisar isoladamente cada um dos momentos constata-se que, em todos os quatro momentos, o *p-value* apresentou nível de significância de 5%. No primeiro cenário, ao somar os dois momentos, o resultado do *p-value*=0,0012, já no segundo cenário, os dois momentos apresentaram o resultado do *p-value*=0,0001. Nota-se que o elemento persuasivo de autoridade gerou no investidor um atalho na tomada de decisão pelo fato dos argumentos terem sido indicados por uma autoridade em investimentos. A conclusão pode ser considerada similar à pesquisa de Bi *et al.* (2017).

Para confirmar se a variável persuasão foi decisiva na decisão do investidor, além de controlar as outras variáveis no experimento, após o participante realizar a escolha de investimento, foi solicitado a este que indicasse qua(is) o(s) motivo(s) de sua escolha. Nesse sentido, foram dadas várias opções para o participante. As respostas dos investidores estão descritas na Tabela 15.

Tabela 15 - Motivos da escolha do investimento para 1.º e 2.º momentos dos cenários 1 e 2

Cenário	Momento	Motivo	Total (96)		Feminino	Masculino
			Quantidade	%	Quantidade	Quantidade
Cenário 1	Momento 1	Informações Financeiras	8	8,33	6	2
		Relatório Analista	35	36,46	17	18
		Ambos	28	29,17	11	17
		Percentuais das ações	21	21,88	7	14
		Outro	3	3,12	0	3
		Informações e percentuais	1	1,04	0	1

Cenário 2	Momento 2	Informações Financeiras	21	21,88	9	12
		Relatório Analista	41	42,71	16	25
		Ambos	34	35,42	17	17
	Momento 1	Informações Financeiras	17	17,71	8	9
		Relatório Analista	40	41,67	18	22
		Ambos	35	36,46	14	21
		Outro	4	4,16	1	3
	Momento 2	Informações Financeiras	18	18,75	6	12
		Relatório Analista	35	36,46	17	18
		Ambos	31	32,29	16	15
		Percentuais das ações	10	10,42	3	7
		Outro	2	2,08	0	2

Nota: Informações financeiras= referem-se ao Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e o Preço da Ação; Relatório do Analista: Relatório do Analista Financeiro; Ambos= referem-se a informações financeiras mais o Relatório do Analista; Percentuais= Percentuais de Valorização da Ação; Outro= outro motivo que o respondente poderia identificar.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 15 apresenta qual o motivo das decisões de investimentos apontados pelos participantes em quatro momentos (dois primeiros momentos dos cenários 1 e 2), o relatório do analista nos quatro momentos apresentou o maior percentual de indicações por parte dos investidores. A média geral nesses quatro momentos foi de 39,33%. O segundo motivo mais indicado pelos respondentes foi a opção “ambos”, que contempla as informações financeiras e também o relatório do analista, a média dessa opção foi de 33,33%.

A próxima tabela apresenta alguns itens que, na percepção do participante, foram importantes para sua decisão. Para medir esse item, foi utilizada a escala Likert.

Tabela 16 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas para 1.º e 2.º momentos dos cenários 1 e 2

Motivo	Total (n=96)						Distribuição de Frequência %							
	M	DP	Med	Mín	Máx	Mod	1	2	3	4	5	6	7	Total
<u>C1-M1</u>														
Rel. Anal.	5,3	1,4	6	1	7	7	4,2	4,2	7,3	12,5	19,8	17,7	34,4	100
Perc. Ação	4,7	1,2	5	1	7	6	2,1	8,3	10,4	16,7	25,0	30,2	7,3	100
Inf. Financ.	5,0	1,3	5	2	7	6	0,0	13,5	7,3	10,4	20,8	29,2	18,8	100
<u>C1-M2</u>														
Rel. Anal.	5,4	1,5	6	1	7	7	4,2	6,3	2,1	15,6	13,5	19,8	38,5	100
Inf. Financ.	5,1	1,2	5	2	7	6	0,0	6,3	9,4	15,6	21,9	31,3	15,6	100
<u>C2-M1</u>														
Rel. Anal.	5,9	1,0	6	2	7	7	0,0	1,0	3,1	8,3	28,1	15,6	43,8	100

Inf. Financ.	5,0	1,4	5	1	7	7	2,1	7,3	12,5	15,6	15,6	22,9	24,0	100
<b>C2-M2</b>														
Rel. Anal.	5,7	1,1	6	1	7	7	1,0	2,1	3,1	11,5	21,9	25,0	35,4	100
Perc. Ação	5,0	1,3	6	1	7	6	6,3	5,2	6,3	10,4	20,8	34,4	16,7	100
Inf. Financ.	5,4	1,1	6	1	7	7	1,0	2,1	5,2	14,6	21,9	27,1	28,1	100

Legenda: n=número de respondentes; M=Média; DP=Desvio Padrão; Med=Mediana; Mín=Mínimo; Máx=Máximo; Mod=Moda; Rel. Anal.= Relatório do Analista; Perc. Ação= O percentual de valorização da Ação; Inf.Financ.= Informações financeiras. C1-M1= Cenário 1 Momento 1; C1-M2= Cenário 1 Momento 2; C2-M1= Cenário 2 Momento 1; C2-M2= Cenário 2 Momento 2.

Distribuição de Frequência: Escala Likert de 7 pontos: 1-Discordo totalmente; 2-Discordo; 3-Discordo parcialmente; 4-Nem concordo nem discordo; 5-Concordo parcialmente; 6- Concordo, e; 7-Concordo totalmente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 16 apresenta o motivo da escolha dos participantes. Para isso, os participantes deveriam, para cada um dos momentos, indicar qual o motivo da escolha. Percebe-se que em todos os quatro momentos, a maior pontuação foi para o relatório do analista, a média geral nos quatro momentos para esse item foi de 5,58 na escala Likert de sete pontos. Desse modo, percebe-se que, para a maioria os participantes desses dois cenários, o conteúdo dos relatórios do analista foi o principal motivo para tomada de decisão. Esse resultado corrobora Chaiken e Maheswaran (1994) de que o processamento heurístico da credibilidade da fonte da mensagem estabelece expectativas sobre a validade da mensagem e, desse modo, influencia o processamento do conteúdo da mensagem.

Ao analisar individualmente cada um dos quatro momentos, constata-se esse mesmo resultado, sendo o relatório do analista o mais determinante para decisão, lembrando que, em cada um dos momentos, uma das empresas apresentava em seu relatório elementos persuasivos de autoridade e a outra empresa não apresentava esses argumentos persuasivos. O segundo motivo apontado pelos participantes como decisivo para a escolha foram as informações financeiras.

Esse resultado confirma o apontamento de Figueiredo (2015) de que o elemento de autoridade é eficaz pelo prestígio que o emissor tem com relação ao receptor da mensagem. Essas respostas evidenciam que o participante do experimento aceita o analista financeiro como uma autoridade técnica com relação a assuntos financeiros. Já Shu e Cheng (2012) em sua pesquisa, perceberam que o elemento persuasivo de autoridade atuando de maneira sozinha não foi tão persuasivo quando utilizado em conjunto com outro elemento. Entretanto, nesta tese, percebe-se que o elemento de autoridade foi capaz de influenciar a decisão dos investidores, mesmo atuando de maneira isolada.

Também foi realizado o Teste Binomial das escolhas dos investidores relacionadas com as características demográficas dos participantes. Os resultados referem-se aos dois

primeiros momentos do cenário 1 e 2, onde a persuasão foi manipulada de maneira isolada e as outras variáveis foram controladas, os resultados são apresentados na Tabela 17.

Tabela 17 - Escolha dos investidores com a manipulação da variável persuasão

Característica	Tipo	Com Persuasão	Sem Persuasão	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	104	62	0,0015
	Masculino	138	80	0,0001
Idade (anos)	Até 20	55	33	0,0252
	De 21 a 25	131	73	0,0001
	De 26 a 30	34	16	0,0162
	Acima de 30	22	20	0,8774
Conhecimento Financeiro	Baixo	149	87	0,0007
	Médio ou Alto	93	55	0,0024
Instituição de Ensino	Pública	192	116	0,0000
	Privada	50	26	0,0083
Renda	Classe A, B e C	59	41	0,0891
	Classe D e E	183	101	0,0000
<b>Total Geral</b>		<b>242</b>	<b>142</b>	<b>0,0000</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 17 evidencia as decisões dos investidores relacionadas as características demográficas dos participantes. O resultado do Teste Binomial agregado com todos os participantes com relação a manipulação da variável persuasão, é possível não rejeitar a  $H_1$  para a variável argumento persuasivo ( $p=0,0000$ ). Isto indica que os argumentos persuasivos de autoridade quando presentes em relatórios de analistas financeiros podem influenciar a decisão do investidor, com um nível de significância de 5%, ou seja, quando um investidor não profissional depara-se com uma empresa cujo relatório do analista contém informações persuasivas e outra empresa sem informações persuasivas a tendência é que esse indivíduo guiado pelo argumento de autoridade técnica exercida pelo analista financeiro opte em investir na empresa com esses argumentos. Esse resultado reforça a afirmação de Damasceno e Iglesias (2014) sobre o argumento persuasivo de autoridade no qual este pode ser muito influente nas decisões dos indivíduos.

Ao analisar de maneira independente cada uma das variáveis demográficas, nota-se que tanto o gênero masculino quanto o feminino, mostraram resultados significantes nas escolhas pela empresa cujo elemento persuasivo estava presente no relatório dos analistas. A característica idade nas faixas etárias mais jovens apresentou resultado significativo para as

escolhas com o elemento persuasivo de autoridade. Já a faixa etária “Acima de 30”, apesar de a maioria (52%) dos investidores ter escolhido investimento com persuasão, o resultado não foi significativo. Nesse sentido, os resultados apontam que os investidores mais jovens aceitam mais o argumento persuasivo do que aqueles investidores com maior idade.

Quanto a categoria renda, os indivíduos com menor renda (Classes D e E) mostraram-se mais propensos a optar por relatórios no qual o argumento persuasivo estava presente. Já as Classes A, B e C, apesar de maioria (54%) apresentarem escolhas pelas empresas com o elemento persuasivo, o resultado não mostrou-se significativo. Diante dos resultados, percebe-se que as pessoas com menor renda são mais influenciadas por argumentos persuasivos de autoridade.

A situação de incerteza presente no mercado de ações é caracterizada pelo risco ou ambiguidade. Essa variável foi manipulada em conjunto com a persuasão para constatar a influência na decisão do investidor e demonstrada na próxima seção.

#### **4.2.2 Decisões no cenário de incerteza e persuasão**

Essa seção está estruturada para evidenciar o objetivo específico “b”, investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza.

Inicialmente, procurou-se verificar a influência da incerteza na decisão dos participantes da pesquisa de maneira isolada, ou seja, manipulou-se apenas a variável ambiente de incerteza. A situação de incerteza é caracterizada pelo risco ou pela ambiguidade. Para apurar essa influência foram destinados os dois primeiros momentos dos cenários 3 e 4, desse modo, foram destinados quatro momentos.

Nesses quatro momentos, os participantes receberam informações financeiras e também trechos de relatório de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). A única variável manipulada nesses quatro momentos foi a do ambiente de incerteza. Desse modo, sempre uma das empresas apresentava uma situação de ambiguidade, caracterizado por não apresentar nenhum percentual de valorização da ação. A outra empresa apresentava uma situação com risco, caracterizado pela presença de percentual de valorização da ação. Esses conceitos seguiram Agliardi *et al.* (2016), que afirmaram que a ambiguidade acontece onde não existe percepção alguma sobre os possíveis resultados. A decisão com característica de risco envolve opções que têm probabilidades de resultados especificados (Du, 2009).

As demais variáveis do estudo (persuasão e desempenho da empresa) não foram manipuladas nesses quatro momentos. Essas duas variáveis apresentavam sempre a mesma situação nas duas empresas.

Na Tabela 18, são apresentados os resultados do Teste Binomial nos quatro momentos, utilizado para testar a influência do ambiente de incerteza (de maneira isolada) nas decisões dos investidores. Espera-se que as escolhas dos investidores por investimentos com risco sejam maiores que as escolhas por investimentos com ambiguidade.

Tabela 18 - Teste Binomial para a variável ambiente de incerteza

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 3 – Momento 1</u>			
Risco	59	61,46	0,0315
Ambiguidade	37	38,54	
<u>Cenário 3 – Momento 2</u>			
Risco	49	51,04	0,9188
Ambiguidade	47	48,96	
<u>Cenário 4 – Momento 1</u>			
Risco	48	50	1,00
Ambiguidade	48	50	
<u>Cenário 4 – Momento 2</u>			
Risco	60	62,5	0,0184
Ambiguidade	36	37,5	
<b>Total Geral</b>	<b>384</b>		
Risco	216	56,25	0,0164
Ambiguidade	168	43,75	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 18 evidencia que 56% dos participantes decidiram investir na empresa Ômega, empresa cujo relatório apresentava elementos de risco e não apresentava elementos de ambiguidade. Observa-se, em três dos quatro momentos, que o ambiente de risco foi o mais escolhido. Apenas no primeiro momento do cenário 4, a decisão dos investidores foi igual entre risco e ambiguidade. Já no segundo momento desse mesmo cenário, houve preferência por situações de risco com 62,5%. Esses resultados são similares aos de Bailon *et al.* (2018) e corroboram os resultados de Augustin e Izhakian (2017), pois esses autores afirmaram que as decisões envolvendo risco e ambiguidade são diferentes. Da mesma maneira

Du (2009) também afirmou que as atitudes dos indivíduos são diferentes quando expostos a situação de ambiguidade e de risco.

A Tabela 18 mostra o resultado dos quatro momentos juntos, e também de maneira individual. Diante do resultado do Teste Binomial, a decisão dos investidores foi a esperada, na qual o ambiente de risco fosse mais decisivo que o ambiente de ambiguidade. O *p-value* geral para o cenário de incerteza foi de 0,0164.

Ao analisar isoladamente cada um dos momentos, observou-se em três dos quatro momentos, que a situação de risco teve maior escolha dos investidores do que as situações de ambiguidade. Isso reforça a afirmação de Du (2009), a qual aponta que os investidores, quando submetidos a situações de alta incerteza (ambiguidade), sentem dificuldade para avaliar os ganhos esperados e, por isso, tendem a escolher situações com menor incerteza (risco). Já no primeiro momento do cenário 4, houve um número igual de participantes que escolheram risco e ambiguidade. No segundo momento do cenário 3, a quantidade de participantes que escolheram ambiguidade e risco foi próxima, assim, esse momento não apresentou resultado significativo.

Para analisar os efeitos da variável ambiente de incerteza, também foi realizado o Teste Binomial para as escolhas dos investidores relacionadas às características demográficas, referente aos dois primeiros momentos do cenário 3 e 4, onde a variável ambiente de incerteza foi manipulada de maneira isolada, os resultados são apresentados na Tabela 19.

Tabela 19 - Escolha dos investidores com manipulação da variável ambiente de incerteza

<b>Característica</b>	<b>Tipo</b>	<b>Risco</b>	<b>Ambiguidade</b>	<b>P-value</b>
Gênero	Feminino	104	96	0,6206
	Masculino	112	72	0,0040
Idade (anos)	Até 20	53	33	0,0405
	De 21 a 25	124	98	0,0934
	De 26 a 30	26	16	0,1649
	Acima de 30	13	21	0,2300
Conhecimento financeiro	Baixo	105	89	0,2815
	Médio e Alto	111	79	0,0245
Instituição de Ensino	Pública	166	134	0,0735
	Privada	50	34	0,1017
Renda	Classe A, B e C	57	49	0,4966
	Classe D e E	159	119	0,0193
<b>Total Geral</b>		<b>216</b>	<b>168</b>	<b>0,0164</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 19 apresenta o resultado do Teste Binomial, com *p-value* geral para o cenário de incerteza de 0,0164. Desse modo, é possível afirmar que os participantes mostraram que em ambientes de incerteza, as situações de risco apresentaram maior preferência dos investidores quando comparado com situações de ambiguidade. Este resultado reforça a afirmação de Winchel (2015) de que a ambiguidade não demonstra confiança ao receptor da mensagem e corrobora a pesquisa de Cubitt *et al.* (2018), a qual indicou que as pessoas não gostam da ausência da probabilidade e têm preferência pelo risco.

Ao analisar as escolhas dos investidores pelas características demográficas, para o gênero notou-se que o masculino apresentou percentual em investimentos de risco (61%), no qual o resultado foi significativo, já as escolhas do gênero feminino apesar de a maioria (52%) escolher por investimento com a característica de risco, o resultado não foi significativo. Os resultados do gênero masculino corroboram o estudo de Du (2009) em que a aversão à ambiguidade evidencia o desejo do indivíduo em evitar situações de poucas informações.

Para a característica idade a única faixa etária que mostrou resultado estatisticamente significativo foi a de até 20 anos de idade, isso significando que, quanto mais jovem maior a possibilidade de escolha por situações de risco do que por ambiguidade, já a faixa etária acima de 30 anos mostrou optar mais por situações de ambiguidade do que de risco.

Com relação a variável conhecimento financeiro, os participantes que se auto avaliaram possuir conhecimento médio ou alto sobre investimentos financeiros tiveram o resultado significativo para a escolha em ambiente de risco. Para a característica renda os indivíduos classificados na Classe A, B e C apesar de a maioria ter optado pelo investimento com a característica de risco, o resultado não se mostrou significativo.

Para testar a segunda hipótese ( $H_2$ ), analisou-se variável ambiente de incerteza em conjunto com a variável argumento persuasivo. Para isso, foi elaborado o terceiro momento dos cenários 3 e 4.

Nesses dois momentos, os participantes do experimento receberam informações financeiras e um trecho do relatório do analista de duas empresas (Ômega e Gama). Para esses momentos, houve a manipulação de duas variáveis, a persuasão e o ambiente de incerteza, já a variável de desempenho da empresa não foi manipulada. No terceiro momento dos cenários 3 e 4, a empresa Gama apresentava no relatório do analista os argumentos persuasivos e também o ambiente de risco, já a empresa Ômega, nos dois momentos, apresentava nos relatórios do analista o ambiente de ambiguidade e não havia a presença de argumentos persuasivos.

Na Tabela 20, são apresentadas todas as escolhas dos investidores nos dois momentos dos cenários 3 e 4:

Tabela 20 - Teste Binomial - ambiente de incerteza e persuasão na decisão do investidor para  $H_2$

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 3 – Momento 3</u>			
Sem Persuasão e Ambiguidade	33	34,37	0,0029
Com Persuasão e Risco	63	65,63	
<u>Cenário 4 – Momento 3</u>			
Sem Persuasão e Ambiguidade	35	36,46	0,0103
Com Persuasão e Risco	61	63,54	
<b>Total Geral</b>	<b><u>192</u></b>		
Sem Persuasão e Ambiguidade	68	35,42	0,0001
Com Persuasão e Risco	124	64,58	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 20 revela que 64,58% dos participantes optaram por investir na empresa cujo relatório do analista apresentava um ambiente caracterizado pelo risco e com argumentos persuasivos de autoridade, enquanto 35,42% dos investidores escolheram a empresa na qual o relatório apresentava uma situação de ambiguidade e sem a presença de elementos persuasivos. Especificamente, ao analisar cada um dos dois momentos, nota-se que o percentual das escolhas dos investidores ficou muito próximo. Em suma, percebe-se que o elemento persuasivo da autoridade já havia sido influente, agindo de maneira isolada, como visto na seção 4.2.1 deste trabalho, mas mostrou-se também influente nas decisões ao unir-se com outra variável (risco). O mesmo aconteceu com o estudo de Shu e Cheng (2012), que teve como objeto a utilização do cartão de crédito para compras *on-line*. Os autores também apontaram que o elemento de autoridade, em parceria com outros itens — no referido trabalho, o item confiança — conseguiram influenciar a decisão dos participantes do experimento.

A Tabela 20 mostra o cálculo de cada momento e também evidencia o resultado do conjunto dos dois momentos com relação à manipulação das variáveis de persuasão e ambiente de incerteza. Conforme os resultados do Teste Binomial, não rejeita a  $H_2$  para a variável argumento persuasivo e o risco ( $p=0,0001$ ). Dessa maneira, percebe-se que os

argumentos persuasivos de autoridade, em conjunto com ambientes de incerteza caracterizado pelo risco podem influenciar mais a decisão do investidor do que relatórios sem argumentos persuasivos e em um ambiente de ambiguidade. O resultado apresenta nível de significância de 5%. Isto corrobora Cialdini (1984), em que a presença do elemento de autoridade gera confiança em quem ouve a mensagem, e com o estudo de Shu e Cheng (2012), no qual o elemento persuasivo de autoridade foi mais eficaz quando utilizado com outro item. Neste estudo, notou-se que o ambiente de risco proporcionou um efeito mais persuasivo do que situações de persuasão combinados com ambiente de incerteza.

Segundo Du (2009), os tomadores de decisão não gostam de ambiguidade e preferem situações onde as probabilidades, mesmo que incertas, são ao menos estimadas (risco). Essa afirmação foi reforçada pelos resultados deste estudo. Ao analisar isoladamente cada um dos dois momentos, constata-se em ambos que o *p-value* apresentou nível de significância de 5%. No cenário 3, o resultado do *p-value*=0,0031, já no cenário 4, o resultado do *p-value*=0,0107.

O resultado desta pesquisa assemelha-se ao resultado encontrado por Han *et al.* (2017), que constataram que a divulgação de mais detalhes na descrição do objeto a ser contratado contribuiu para escolha do indivíduo. Isso também foi notado nesta tese, uma vez que o ambiente caracterizado pelo risco apresentava uma previsão de valorização da ação, essa opção de investimento foi a mais escolhida pelos respondentes, ou seja, quanto mais informações em mensagens persuasivas, maior a possibilidade dos participantes optarem por esse tipo de investimento.

Após o participante realizar a escolha de investimento, buscou verificar se as variáveis ambiente de incerteza e persuasão foram decisivas para o investidor e se a variável desempenho da empresa não impactou nas escolhas, procurou identificar quais os motivos foram importantes para a decisão dos sujeitos. A Tabela 21 lista os principais motivos apontados pelos participantes.

Tabela 21 - Motivos da escolha do investimento para o terceiro momento nos cenários 3 e 4

Cenário	Momento	Empresa	Total (96)		Feminino	Masculino
			Quant.	%	Quant.	Quant.
Cenário 3	Momento 3	Informações Financeiras	14	14,58	7	7
		Relatório Analista	22	22,92	11	11
		Ambos	21	21,88	10	11
		Percentuais das ações	25	26,04	13	12
		Percentuais e Relatórios	11	11,46	7	4
		Outro	3	3,12	0	3

Cenário 4	Momento 3	Informações Financeiras	12	12,5	6	6
		Relatório Analista	26	27,08	14	12
		Ambos	24	25,0	13	11
		Percentuais das ações	17	17,71	11	6
		Percentuais e Relatórios	15	15,63	8	7
		Outro	2	2,08	0	2

Nota: O participante tinha que escolher qual foi o principal motivo da sua escolha: Informações financeiras= referem-se ao Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e o Preço da ação; Relatório do Analista: Relatório do Analista financeiro; Ambos= referem-se a informações financeiras e o Relatório do Analista; Percentuais= Percentuais de valorização da ação; Outro= outro motivo no qual o respondente poderia escrevê-lo.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 21 apresenta como motivo mais recorrente para as escolhas dos investidores no terceiro momento do cenário 3, os percentuais das ações e, no cenário 4, o relatório do analista. Além desses dois motivos destacados de maneira isolada, cerca de 13,5% dos investidores também apontaram os dois motivos juntos. É preciso mencionar que nos relatórios dos analistas estavam presentes os argumentos persuasivos e também os percentuais de valorização da ação. Quanto à opção “Outros”, quatro investidores a assinalaram e as anotações dos investidores foram: esperar resultado em longo prazo; perspectiva de crescimento; empresa escolhida muito instável.

A Tabela 22 procura evidenciar melhor qual o motivo da escolha do investidor do experimento. Para medir esse item foi utilizada a escala Likert.

Tabela 22 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento dos cenários 3 e 4

	Total (n=96)						Distribuição de Frequência %							
	M	DP	Med	Mín	Máx	Mod	1	2	3	4	5	6	7	Total
<b>C3-M3</b>														
Rel. Anal.	5,3	1,1	6	1	7	6	3,1	2,1	5,2	12,5	25,0	30,2	21,9	100
Perc. Ação	5,2	1,4	6	1	7	6	5,2	5,2	2,1	19,8	14,6	30,2	22,9	100
Inf. Financ.	4,8	1,2	5	1	7	6	3,1	6,3	7,3	20,8	22,9	28,1	11,5	100
<b>C4-M3</b>														
Rel. Anal.	5,6	1,2	6	1	7	7	4,2	2,1	3,1	7,3	17,7	32,3	33,3	100
Perc. Ação	5,6	1,2	6	1	7	6	4,2	3,1	3,1	5,2	21,9	32,3	30,2	100
Inf. Financ.	5,2	1,3	6	1	7	6	4,2	5,2	3,1	16,7	16,7	35,4	18,8	100

Legenda: n=número de respondentes; M=Média; DP=Desvio Padrão; Med.=Mediana; Mín.=Mínimo; Máx.=Máximo; Mod=Moda; Rel. Anal.= Você se sentiu influenciado pelo Relatório do Analista; Perc. Ação= O percentual de valorização da ação prometido no relatório influenciou sua decisão; Inf. Fin.= As informações financeiras das empresas influenciaram sua decisão. C3-M3= Cenário 3 Momento 3; C4-M3= Cenário 4 Momento 3.

Distribuição de Frequência: Escala Likert de 7 pontos: 1-Discordo totalmente; 2-Discordo; 3-Discordo parcialmente; 4-Nem concordo nem discordo; 5-Concordo parcialmente; 6- Concordo, e; 7-Concordo totalmente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 22 apresenta o motivo da escolha dos participantes. Ao término de cada momento, foi perguntado aos investidores qual foi o motivo da sua decisão. Para o terceiro momento dos cenários 3 e 4, nota-se que os itens que receberam a maior pontuação foram o relatório do analista e o percentual de valorização da ação. Especificamente no cenário 3, esses dois itens apresentaram a média muito próxima. O relatório do analista recebeu uma média de 5,3 e o percentual de valorização da ação a média foi de 5,2, assim como no estudo de Klein e Shtudiner (2016), em que, embora a atitude de risco tenha impactado na decisão de investimento, a confiança em outra pessoa que representasse a capacidade técnica foi ainda mais impactante. Já no terceiro momento do cenário 4, a média desses dois itens (relatório do investidor e percentual de valorização da ação) foi igual 5,6.

Após identificar os motivos que influenciaram a decisão dos investidores, a Tabela 23 evidencia por meio do Teste Binomial as escolhas dos investidores ao relacionar as características demográficas dos participantes.

Tabela 23 - Escolhas dos investidores com a manipulação da variável persuasão e ambiente de incerteza para  $H_2$

Característica	Tipo	Sem Persuasão e Ambiguidade	Com Persuasão e Risco	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	32	68	0,0005
	Masculino	36	56	0,0476
Idade (anos)	Até 20	16	27	0,1273
	De 21 a 25	41	70	0,0079
	De 26 a 30	5	16	0,0291
	Acima de 30	6	11	0,3320
Conhecimento financeiro	Baixo	30	67	0,0026
	Médio e Alto	38	57	0,0648
Instituição de Ensino	Pública	52	98	0,0002
	Privada	16	26	0,1649
Renda	Classe A, B e C	17	36	0,0134
	Classe D e E	51	88	0,0026
<b>Total Geral</b>		<b>68</b>	<b>124</b>	<b>0,0001</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 23 mostra o resultado do Teste Binomial, o *p-value* para a variável risco em conjunto com argumentos persuasivos foi de 0,0001. Assim, percebe-se que os argumentos persuasivos de autoridade, em conjunto com ambientes de incerteza caracterizado pelo risco podem influenciar a decisão do investidor.

Sobre as escolhas dos investidores considerando a característica demográfica de gênero, nota-se que o feminino apresentou um percentual maior que o masculino para investir na empresa na qual o argumento persuasivo estava presente e o ambiente era caracterizado pelo risco: 77,08% do gênero feminino optou por esse tipo de investimento, enquanto, no gênero masculino, 59,61% fez o mesmo tipo de escolha. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Olsen e Cox (2001), em que o gênero feminino foi mais sensível à ambiguidade e mostrou que prefere situações que transmitem mais segurança. É o caso do risco com relação à ambiguidade.

Ao analisar as escolhas com a característica demográfica de idade, os indivíduos com idade até 20 anos e com idade acima de 30 anos não mostraram resultado significativo em suas escolhas. Para as decisões com a característica de conhecimento financeiro, as pessoas que afirmaram ter baixo conhecimento em investimento mostraram-se mais influenciados pelos relatórios com persuasão do que as pessoas com médio ou alto conhecimento. O mesmo aconteceu com os participantes de universidade públicas, no qual o resultado mostrou-se significativo para as decisões por empresas com persuasão e ambiente de risco.

Em outros dois momentos (terceiro momento dos cenários 1 e 2), também foram manipuladas em conjunto as variáveis persuasão e ambiente de incerteza, porém diferentemente do terceiro momento dos cenários 3 e 4, nesses dois momentos, o elemento persuasivo estava combinado com o ambiente de ambiguidade, já o ambiente de risco estava presente em relatórios sem a presença do elemento persuasivo de autoridade. A Tabela 24 mostra os resultados.

Tabela 24 - Teste Binomial - para ambiente de incerteza na decisão do investidor para o terceiro momento dos cenários 1 e 2

Característica	Tipo	Sem Persuasão e Risco	Com Persuasão e Ambiguidade	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	33	50	0,0791
	Masculino	48	61	0,2504
Idade (anos)	Até 20	20	24	0,6511
	De 21 a 25	39	63	0,0228
	De 26 a 30	9	16	0,2301
	Acima de 30	13	8	0,3827
Conhecimento financeiro	Baixo	52	66	0,2314
	Médio e Alto	29	45	0,0812
Instituição de Ensino	Pública	64	90	0,0440
	Privada	17	21	0,6265
Renda	Classe A, B e C	25	25	1,0000
	Classe D e E	56	86	0,0149
<b>Total Geral</b>		<b>81</b>	<b>111</b>	<b>0,0361</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Os resultados apontados na Tabela 24 mostram que a variável persuasão foi mais decisiva do que o ambiente de incerteza caracterizado pelo risco, pois no relatório onde o elemento persuasivo estava presente, houve maior escolha por parte dos investidores. Este achado reforça o estudo de Damasceno e Iglesias (2014), em que a mensagem de uma autoridade técnica passa confiança ao receptor da mensagem. Os resultados desse experimento também reforçam a afirmação de Winchel (2015) de que, quando existe uma situação ambígua, o investidor é influenciado por outras informações que lhe ajudem a interpretar a opinião.

Ao analisar as escolhas dos investidores quanto as características demográficas, destaca-se: o gênero no qual nessa situação nem o masculino nem o feminino apresentaram resultado significativo a 5%; na característica idade apenas os participantes com faixa etária entre 21 e 25 anos mostram resultados significantes; e a característica renda em que apenas as Classes D e E mostraram resultado significativo para os investimentos cujo argumento persuasivo estava presente.

Para verificar se a variável desempenho da empresa, nesta tese classificada como melhor ou pior, interfere na decisão do investidor, foram analisadas algumas situações descritas na próxima seção.

#### **4.2.3 Decisões no cenário de persuasão e desempenho da empresa**

Esta seção está constituída para atingir o objetivo “c”, no qual se procurou constatar o efeito da persuasão quanto às decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas.

Inicialmente, foi testada de maneira isolada a variável desempenho da empresa. Nesse sentido, analisou-se as escolhas dos investidores, se foram, em sua maioria, de empresas que apresentaram melhor ou pior desempenho. Para tanto, foram destinados quatro momentos: o primeiro e o segundo momentos dos cenários 5 e 6.

Nesses quatro momentos, os participantes receberam informações financeiras e também trecho do relatório do analista de duas empresas (Ômega e Gama). A única variável manipulada para esses momentos foi a do desempenho da empresa, mais precisamente, uma das empresas apresentava um desempenho melhor que o do período anterior. Esse desempenho foi embasado nas informações oriundas da contabilidade de lucro líquido, patrimônio líquido e preço da ação. Já a outra empresa com os mesmos itens informacionais (lucro líquido, patrimônio líquido e preço da ação), apresentava pior desempenho que o do

período anterior. Nesses quatro cenários, as outras variáveis (argumento persuasivo e ambiente de incerteza) não foram manipuladas, isto é, receberam o mesmo tratamento em cada um dos momentos.

Na Tabela 25 são apresentados os resultados do Teste Binomial para todas as escolhas dos investidores nos quatro momentos (o primeiro e o segundo momentos dos cenários 5 e 6), em que a variável desempenho (melhor ou pior) da empresa foi manipulada de maneira isolada.

Tabela 25 - Teste Binomial para a variável desempenho da empresa

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 5 – Momento 1</u>			
Pior desempenho	23	23,96	0,0000
Melhor desempenho	73	76,04	
<u>Cenário 5 – Momento 2</u>			
Pior desempenho	23	23,96	0,0000
Melhor desempenho	73	76,04	
<u>Cenário 6 – Momento 1</u>			
Pior desempenho	15	15,63	0,0000
Melhor desempenho	81	84,37	
<u>Cenário 6 – Momento 2</u>			
Pior desempenho	23	23,96	0,0000
Melhor desempenho	73	76,04	
<b>Total Geral</b>	<b><u>384</u></b>		
Pior desempenho	84	21,88	0,0000
Melhor desempenho	300	78,12	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Observa-se na Tabela 25 que a maioria dos investidores optou por investir na empresa que apresentou melhor desempenho com relação ao período anterior, isso ocorreu nos quatro momentos. A média geral nos quatro momentos foi de 78,13% das escolhas na empresa que apresentou melhor desempenho. Os resultados corroboram a afirmação de Henry e Peytcheva (2018) de que o desempenho da empresa pode influenciar a decisão do investidor. Além disso, corroboram o estudo de Du *et al.* (2015), que apontam que os investidores preferem investir em empresas cujo desempenho tenha sido melhor.

Em três dos quatro momentos, o percentual de escolha pela empresa de melhor desempenho foi o mesmo: 76%. Já no primeiro momento do cenário 6, o percentual por esse tipo de empresa foi ainda maior (81%).

O Teste Binomial dos quatro momentos consolidados e também de cada um dos momentos individuais com relação à manipulação da variável desempenho estão dispostos na Tabela 25. A análise isolada de cada um dos quatro momentos dessa seção evidencia que, em todos os momentos, o *p-value* foi de 0,0000. Em nenhuma das escolhas, a maioria dos investidores escolheram empresas que apresentaram pior desempenho. Os resultados encontrados no estudo de Du (2009) reforçam o resultado desta tese, pois, em ambos os estudos, participantes escolheram situações em que a empresa apresentava condições anteriores mais favoráveis quando comparado a condições desfavoráveis.

Esperava-se que as escolhas dos investidores por investimentos em empresas com melhor desempenho no período anterior fossem maiores do que as escolhas dos investidores por empresas com pior desempenho. A Tabela 26 apresenta os resultados do Teste Binomial para as escolhas dos investidores dos dois primeiros momentos dos cenários 5 e 6 com as características demográficas dos participantes.

Tabela 26 - Escolhas dos investidores com a manipulação da variável desempenho da empresa

Característica	Tipo	Pior	Melhor	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	18	148	0,0000
	Masculino	66	152	0,0000
Idade (anos)	Até 20	24	70	0,0000
	De 21 a 25	44	158	0,0000
	De 26 a 30	9	39	0,0000
	Acima de 30	7	33	0,0001
Conhecimento financeiro	Baixo	39	185	0,0000
	Médio e Alto	45	115	0,0000
Instituição de Ensino	Pública	59	249	0,0000
	Privada	25	51	0,0041
Renda	Classe A, B e C	36	88	0,0000
	Classe D e E	48	212	0,0000
<b>Total Geral</b>		<b>84</b>	<b>300</b>	<b>0,0000</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Foi realizado o Teste Binomial para constatar se as escolhas do investidor por investimentos em empresas com melhor desempenho no período anterior eram maiores do que as escolhas do investidor por empresas com pior desempenho. Conforme os resultados dos testes apresentados na Tabela 26 é possível constatar que o melhor desempenho da empresa foi mais decisivo para os investidores do que o pior desempenho ( $p\text{-value}= 0,0000$ ). Essa análise reforça a afirmação de Du (2009), em que o quadro de ganhos da empresa afeta a decisão dos investidores. Esse resultado mostra que as empresas que apresentaram, por meio de informações contábeis, resultados melhores no período anterior, influenciaram as decisões do investidor ao nível de significância de 5%, isto é, quando investidores analisam resultados de duas empresas e no período anterior uma delas apresenta desempenho melhor enquanto a outra, pior desempenho, há uma tendência de esses investidores optarem por empresas que tiveram melhor desempenho. Du *et al.* (2015) explica esse tipo de comportamento afirmando que uma informação positiva gera um julgamento positivo, ou seja, os investidores tendem a escolher empresas com desempenho melhor, por outro lado, uma informação negativa que nesse caso seria um resultado pior, gera um julgamento negativo.

Ao analisar as decisões dos investidores individualmente para cada uma das características demográficas, constata-se que em todos os tipos de características analisados os resultados foram significativos, ou seja, o melhor desempenho influenciou a decisão do investidor. Destaca-se também, a característica demográfica de gênero, cujo feminino apresentou maior percentual de escolha da empresa com melhor desempenho. Cerca de 89% das mulheres que participaram dos cenários 5 e 6 optaram pela empresa de melhor desempenho, enquanto os participantes do gênero masculino, 69,7% fizeram a mesma escolha.

Vinculado ao objetivo específico “c” anteriormente mencionado foi elaborada a Hipótese 3 ( $H_3$ ). Para tanto, foram destinados o terceiro momento dos cenários 5 e 6. Nesses dois momentos, as variáveis manipuladas foram a persuasão e o desempenho da empresa. Já a variável ambiente de incerteza não foi manipulada. A Tabela 27 apresenta os resultados do Teste Binomial para as escolhas dos investidores para o terceiro momento dos cenários 5 e 6 sobre a variável persuasão e desempenho da empresa.

Tabela 27 - Teste Binomial - para as variáveis persuasão e desempenho da empresa na decisão do investidor para  $H_3$ 

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 5 – Momento 3</u>			
Sem Persuasão e Melhor	37	38,54	0,0315
Com Persuasão e Pior	59	61,46	
<u>Cenário 6 – Momento 3</u>			
Sem Persuasão e Melhor	35	36,46	0,0103
Com Persuasão e Pior	61	63,54	
<b>Total Geral</b>	<b><u>192</u></b>		
Sem Persuasão e Melhor	72	37,50	0,0001
Com Persuasão e Pior	120	62,50	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Nota-se na Tabela 27 que a maioria dos investidores optou por investir na empresa na qual o relatório do analista apresentava argumento persuasivo e o desempenho atual havia sido pior que o período anterior, quando comparados a escolhas pela empresa cujo relatório não apresentava argumento persuasivo e o desempenho havia sido melhor, isso ocorreu nos dois momentos. A média geral nos dois momentos foi de 62,5% para as escolhas nas quais tiveram como combinação argumento persuasivo e pior desempenho. A importância da autoridade técnica (nesta tese exercida pelo analista financeiro) foi apontada por Cialdini (1984), pois segundo esse autor a autoridade apresenta alto nível de conhecimento e sabedoria sobre o assunto.

A Tabela 27 mostra o resultado de cada um dos momentos e também do valor agregado dos dois momentos. Diante do resultado do Teste Binomial, a decisão dos investidores foi a esperada para a  $H_3$ , isto é, não rejeitar a hipótese, uma vez que o *p-value* geral para o cenário proposto foi de =0,0001. Desse modo, as decisões dos investidores pela empresa que apresentou desempenho pior que o do período anterior, mas em que os relatórios dos analistas apresentaram argumentos persuasivos, mostraram-se mais atrativas para o investidor do que quando a empresa que havia apresentado melhor desempenho e não havia inserido em seus relatórios argumentos persuasivos.

Ao analisar isoladamente cada um dos momentos, nota-se que o Teste Binomial apresentou significância estatística, cujo *p-value* para o terceiro momento do cenário 5 foi de 0,0315 e para o cenário 6 foi de 0,0103.

Esse resultado reforça a afirmação de Henry e Peytcheva (2018) sobre a persuasão, na qual esta consegue reduzir a capacidade dos investidores em discriminar entre melhor e pior desempenho da empresa. Também se assemelha ao resultado de Bickart *et al.* (2015), bem como vai ao encontro do estudo de Winchel (2015), o qual havia afirmado que os argumentos do analista conseguem influenciar os investidores inclusive quando os relatórios são desfavoráveis. Nesse sentido, os participantes, ao lerem o argumento persuasivo de uma autoridade, não fizeram uma análise crítica de todas as informações antes de tomarem a decisão. Esse tipo de influência de uma autoridade foi apontado por Westphal e Bednar (2008).

O resultado também corrobora a afirmação de Du *et al.* (2015) de que quando as empresas têm perdas econômicas, há uma tendência dos investidores em confiar mais nas sugestões dos relatórios. Segundo Zhang *et al.* (2018) o processo persuasivo, neste estudo, especificamente, o elemento persuasivo da autoridade, pode ter sido capaz de produzir nos participantes inferências e expectativas sobre o conteúdo da informação, ou seja, mesmo quando o desempenho tenha sido pior que o anterior, o efeito da persuasão foi capaz de influenciar as decisões dos investidores não profissionais que participaram do experimento.

Para verificar se a variável ambiente de incerteza não impactou na decisão do investidor, após o participante realizar a escolha de investimento, foi questionado aos participantes do experimento sobre qual(is) o(s) motivo(s) da sua escolha, nesse sentido foram relacionadas algumas opções para o mesmo escolher, as respostas estão na Tabela 28.

Tabela 28 - Motivos da escolha do investimento para o terceiro momento nos cenários 5 e 6

Cenário	Momento	Empresa	Total (96)		Feminino Quant.	Masculino Quant.
			Quant.	%		
Cenário 5	Momento 3	Informações Financeiras	21	21,87	10	11
		Relatório Analista	20	20,83	7	13
		Ambos	40	41,67	16	24
		Percentuais das ações	5	5,21	4	1
		Ambos e Percentual	5	5,21	0	5
		Outro	5	5,21	2	3
Cenário 6	Momento 3	Informações Financeiras	17	17,71	6	11
		Relatório Analista	19	19,79	11	8
		Ambos	57	59,38	27	30
		Outro	3	3,12	0	3

Nota: O participante tinha que escolher qual foi o principal motivo da sua escolha: Informações financeiras= referem-se ao Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e o Preço da ação; Relatório do Analista: Relatório do Analista financeiro; Ambos= referem-se a informações financeiras e o Relatório do Analista; Percentuais= Percentuais de valorização da ação; Outro= outro motivo no qual o respondente poderia escrevê-lo.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 28 mostra o principal motivo da escolha dos investidores do experimento no terceiro momento dos cenários 5 e 6. Os participantes escolheram a opção “ambos” que contemplam as informações financeiras e o relatório do analista (50,53%). Nesses dois itens, estavam presentes os argumentos persuasivos no relatório do analista e o desempenho da empresa nas informações financeiras. Alguns investidores destacaram como o principal motivo a opção “outros”. Esses participantes descreveram que a empresa apresenta potencial de crescimento, que houve uma recaída, mas que não era hora de trocar; eminente valorização; e melhores perspectivas para o futuro.

A Tabela 29 visa explicar com mais detalhes o motivo da decisão do investidor. Para isso, foi utilizada a escala Likert.

Tabela 29 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento dos cenários 5 e 6

	Total (n=96)						Distribuição de Frequência %							
	M	DP	Med	Mín	Máx	Mod	1	2	3	4	5	6	7	Total
<b>C5-M3</b>														
Rel. Anal.	5,6	1,0	6	1	7	6	1,0	2,1	5,2	9,4	19,8	38,5	24,0	100
Perc.Ação	4,8	1,4	5	1	7	6	2,1	12,5	12,5	7,3	22,9	30,2	12,5	100
Inf. Financ.	5,6	1,1	6	1	7	6	1,0	3,1	5,2	9,4	19,8	36,5	25,0	100
<b>C6-M3</b>														
Rel. Anal.	5,6	1,0	6	1	7	6	2,1	1,0	2,1	12,5	21,9	36,5	24,0	100
Inf. Financ.	5,6	1,0	6	2	7	6	0,0	1,0	5,2	10,4	25,0	33,3	25,0	100

Legenda: n=número de respondentes; M=Média; DP=Desvio Padrão; Med=Mediana; Mín=Mínimo; Máx=Máximo; Mod=Moda; Rel.Anal.= Você se sentiu influenciado pelo Relatório do Analista; Perc.Ação= O percentual de valorização da ação prometido no relatório influenciou sua decisão; Inf.Financ.= As informações financeiras das empresas influenciaram sua decisão. C5-M3= Cenário 5 Momento 3; C6-M3= Cenário 6 Momento 3.

Distribuição de Frequência: Escala Likert de 7 pontos: 1-Discordo totalmente; 2-Discordo; 3-Discordo parcialmente; 4-Nem concordo nem discordo; 5-Concordo parcialmente; 6- Concordo, e; 7-Concordo totalmente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 29 apresenta o motivo da escolha dos participantes. Para o terceiro momento dos cenários 5 e 6, nota-se que os resultados confirmam os apontados na Tabela 28 na qual a maioria dos investidores marcaram a opção “Ambos” que contempla o relatório do analista e as informações financeiras. O resultado com a escala Likert identifica que em ambos os cenários a média para esses dois itens foi igual 5,6.

Após conhecer os motivos que influenciaram a decisão do investidor, na sequência é apresentada a Tabela 29 com os resultados do Teste Binomial para as escolhas dos investidores com as características demográficas dos participantes. Nos dois momentos

(terceiro momento dos cenários 5 e 6), as variáveis persuasão e desempenho da empresa foram manipuladas, já a variável ambiente de incerteza não sofreu manipulação.

Tabela 30 - Escolhas dos investidores com a manipulação das variáveis persuasão e desempenho da empresa para H<sub>3</sub>

Característica	Tipo	Sem Persuasão e Melhor Desempenho	Com persuasão Pior Desempenho	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	27	56	0,0021
	Masculino	45	64	0,0847
Idade (anos)	Até 20	22	25	0,7705
	De 21 a 25	34	67	0,0015
	De 26 a 30	6	18	0,0247
	Acima de 30	10	10	1,0000
Conhecimento financeiro	Baixo	43	69	0,0182
	Médio e Alto	29	51	0,0189
Instituição de Ensino	Pública	53	101	0,0002
	Privada	19	19	1,0000
Renda	Classe A, B e C	23	39	0,0568
	Classe D e E	49	81	0,0066
<b>Total Geral</b>		<b>72</b>	<b>120</b>	<b>0,0001</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Para o teste da H<sub>3</sub>, os participantes deveriam escolher investir entre duas empresas (Ômega e Gama). Os investidores fizeram isso após analisarem as informações financeiras oriundas de dados contábeis e os trechos de relatórios de analistas disponíveis para as duas empresas.

Ao analisar as decisões dos investidores por gênero, percebe-se que o feminino apresentou maior percentual (média de 67,57%) de escolha na empresa que exibiu no relatório elemento persuasivo e pior desempenho, enquanto os participantes do gênero masculino para esses dois cenários a média foi de 58,84% para escolha nessa mesma empresa. O Teste Binomial apontou que os resultados para a variável persuasão e desempenho não foi significativo para o gênero masculino, já para o feminino, as escolhas foram significativas, o que mostra que, o argumento persuasivo de autoridade utilizado no mercado de capitais pode influenciar as decisões das mulheres independentemente do desempenho anterior da empresa.

Outras variáveis demográficas que não apresentaram resultados significativos foram: as pessoas com até 20 anos e as pessoas acima de 30 anos; os participantes de escolas particulares; e, os indivíduos cuja renda é mais alta Classe (A, B e C).

Em outros dois momentos do experimento, primeiro e segundo momentos do cenário 7, também foram manipuladas as variáveis persuasão e desempenho da empresa. Porém, diferentemente do terceiro momento dos cenários 5 e 6, nesses dois momentos, o elemento persuasivo estava combinado com o melhor desempenho da empresa, já o relatório sem elemento persuasivo estava em conjunto com a empresa que apresentou o pior desempenho. A Tabela 31 mostra os resultados.

Tabela 31 - Teste Binomial - para as variáveis persuasão e desempenho da empresa para o 1.º e 2.º momentos do cenário 7

Característica	Tipo	Sem Persuasão e Pior Desempenho	Com persuasão Melhor Desempenho	P-value
Gênero	Feminino	7	73	0,0000
	Masculino	24	88	0,0000
Idade (anos)	Até 20	9	33	0,0004
	De 21 a 25	19	85	0,0000
	De 26 a 30	1	19	0,0162
	Acima de 30	2	24	0,0000
Conhecimento financeiro	Baixo	12	68	0,0000
	Médio e Alto	19	93	0,0000
Instituição de Ensino	Pública	22	132	0,0000
	Privada	9	29	0,0021
Renda	Classe A, B e C	7	30	0,0003
	Classe D e E	24	131	0,0000
<b>Total Geral</b>		<b>31</b>	<b>161</b>	<b>0,0000</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Os resultados apresentados na Tabela 31 mostram que a variável persuasão foi mais decisiva em conjunto com o melhor desempenho da empresa, ao comparar com as escolhas feitas pelos investidores na empresa cujo desempenho tenha sido pior e não apresentava argumento persuasivo no relatório do analista. Esse resultado mostra que a persuasão consegue, conforme apontado por Figueiredo (2015), ser uma ponte entre o que o receptor acredita e o que o emissor provoca, uma vez que os participantes confiam no argumento persuasivo de autoridade do analista. Seguindo a afirmação de Henry e Peytcheva (2018), os investidores têm maior facilidade de serem persuadidos quando o desempenho da empresa foi melhor que o do período anterior.

Quando ao Teste Binomial para as características demográficas todas elas mostraram-se significantes para escolhas cujo desempenho anterior da empresa havia sido melhor e havia a presença do argumento persuasivo.

Além de verificar a influência da persuasão no desempenho da empresa, procurou-se também constatar a influência em conjunto das variáveis ambiente de incerteza e desempenho da empresa. Nesse sentido, a variável persuasão não foi manipulada. Para tanto, foram utilizados o primeiro momento do cenário 8 e o segundo momento do cenário 9.

Esperava-se que a escolha do investidor por empresas com melhor desempenho e cenário de incerteza caracterizado pelo ambiente de risco fosse maior que a escolha dos investidores por investimento em um ambiente caracterizado pela ambiguidade e em que o desempenho tivesse sido pior que o do período anterior.

A Tabela 32 apresenta as decisões dos investidores no primeiro momento do cenário 8 e no segundo momento do cenário 9.

Tabela 32 - Teste Binomial - para ambiente de incerteza e desempenho da empresa

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 8 – Momento 1</u>			
Risco e Melhor Desempenho	69	71,88	0,0000
Ambiguidade e Pior Desempenho	27	28,12	
<u>Cenário 9 – Momento 2</u>			
Risco e Melhor Desempenho	59	61,46	0,0315
Ambiguidade e Pior Desempenho	37	38,54	
<b>Total Geral</b>	<b><u>192</u></b>		
Risco e Melhor Desempenho	128	66,67	0,0000
Ambiguidade e Pior Desempenho	64	33,33	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 31 apresenta que 66,67% dos investidores optaram por investir na empresa cujo desempenho foi melhor e o ambiente de incerteza estava caracterizado pelo risco, quando confrontado com a empresa de pior desempenho e ambiente de ambiguidade. Os resultados apresentados nesses dois cenários estão de acordo com os encontrados por Henry e Peytcheva (2018), ao identificarem que, quanto mais houver informações probabilísticas, ou seja, dados que caracterizam o ambiente de risco, maior será a possibilidade de escolhas por parte do investidor.

A Tabela 32 evidencia o cálculo de cada momento e também apresenta o resultado do conjunto dos dois momentos com relação às variáveis que foram manipuladas. Conforme os resultados do Teste Binomial, as variáveis risco e desempenho da empresa foram significativas quando utilizadas em conjunto ( $p=0,0000$ ). Dessa maneira, nota-se que, ambientes de incerteza caracterizados pelo risco em conjunto com o melhor desempenho da empresa, podem influenciar mais a decisão do investidor do que o ambiente de incerteza caracterizado pela ambiguidade em conjunto com o pior desempenho. O resultado apresentado tem nível de significância de 5%. O achado reforça a afirmação de Du *et al.* (2015), segundo a qual o indivíduo prefere investimentos com melhores resultados. Os resultados podem ser explicados por Kahneman (2012), que afirmou que as pessoas tendem a preferir situações mais seguras. Neste caso, a empresa na qual o desempenho havia sido melhor e que apresentou percentual de valorização da ação (risco).

A Tabela 33 evidencia os dados do Teste Binomial para constatar se as escolhas dos investidores por empresas que apresentaram melhor desempenho em um cenário de risco foram maiores do que as escolhas dos investidores por empresas que tiveram um pior desempenho em um ambiente de ambiguidade.

Tabela 33 - Escolhas dos investidores com a manipulação das variáveis desempenho da empresa e ambiente de incerteza

Característica	Tipo	Risco e Melhor Desempenho	Ambiguidade e Pior Desempenho	P-value
Gênero	Feminino	66	25	0,0000
	Masculino	62	39	0,0286
Idade (anos)	Até 20	36	15	0,0051
	De 21 a 25	56	33	0,0197
	De 26 a 30	20	10	0,1003
	Acima de 30	16	6	0,0550
Conhecimento financeiro	Baixo	78	40	0,0007
	Médio e Alto	50	24	0,0037
Instituição de Ensino	Pública	102	47	0,0000
	Privada	26	17	0,2225
Renda	Classe A, B e C	33	17	0,0339
	Classe D e E	95	47	0,0001
<b>Total Geral</b>		<b>128</b>	<b>64</b>	<b>0,0000</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Para realizar o teste, foi solicitado aos participantes que fizessem a escolha por uma das empresas (Ômega ou Gama) após lerem e analisarem as informações financeiras e o

relatório de analista financeiro dessas duas empresas. O resultado do Teste Binomial, as variáveis risco e desempenho da empresa foram significativas quando utilizadas em conjunto ( $p=0,0000$ ).

Com relação às escolhas, levando em consideração a característica demográfica gênero, os dois tipos apresentaram resultado significativo, percebe-se que o feminino apresentou um percentual maior de escolhas por situações de risco e melhor desempenho do que as escolhas feitas pelo gênero masculino. Na média, 73% do gênero feminino, enquanto 61,25% do gênero masculino fez o mesmo tipo de escolha. Para a característica demográfica idade, nas duas últimas faixas etárias, o resultado do Teste Binomial não foi significativo, apesar de maioria desses investidores terem escolhido a empresa na qual o ambiente era de risco e o desempenho havia sido melhor.

Em outros dois cenários (segundo momento do cenário 8 e no primeiro momento do cenário 9), também foi realizada a manipulação das variáveis ambiente de incerteza e desempenho da empresa, porém, diferentemente dos outros dois momentos analisados nesta seção (primeiro momento do cenário 8 e no segundo momento do cenário 9), nesses dois momentos, o ambiente de risco estava combinado com o pior desempenho e o ambiente de ambiguidade estava combinado com o melhor desempenho. A Tabela 34 mostra os resultados.

Tabela 34 - Teste Binomial - para as variáveis ambiente de incerteza e desempenho da empresa para o 2.º momento do cenário 8 e 1.º momento do cenário 9

Característica	Tipo	Risco e Pior Desempenho	Ambiguidade e Melhor Desempenho	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	30	61	0,0017
	Masculino	41	60	0,0733
Idade (anos)	Até 20	17	34	0,0251
	De 21 a 25	32	57	0,0110
	De 26 a 30	14	16	0,8551
	Acima de 30	8	14	0,2864
Conhecimento financeiro	Baixo	43	75	0,0043
	Médio e Alto	28	46	0,0481
Instituição de Ensino	Pública	27	48	0,0209
	Privada	9	12	0,6625
Renda	Classe A, B e C	23	27	0,6714
	Classe D e E	48	94	0,0002
<b>Total Geral</b>		<b>71</b>	<b>121</b>	<b>0,0004</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Os resultados apontados na Tabela 34 mostram que a variável desempenho foi mais decisiva do que o ambiente de incerteza caracterizado pelo risco, pois os investidores escolheram a empresa que tinha apresentado melhor desempenho e não a empresa que apresentava percentual de valorização da ação. Du (2009) afirma que a situação de ganhos e perdas influencia o julgamento de decisão. No estudo de Du (2009), os resultados apontaram que, em situações favoráveis, os participantes buscam situações de ambiguidade, já em situações desfavoráveis, são avessos à ambiguidade e preferem o risco. Quanto às características demográficas os tipos que não apresentaram resultados significativos no Teste Binomial foram: o gênero masculino; as duas últimas faixas de idade; os estudantes de instituições privadas; e, as pessoas com maiores rendas classificadas nas Classes A, B e C.

#### 4.2.4 Decisões envolvendo manipulação nas três variáveis

Esta seção foi elaborada para verificar a hipótese ( $H_4$ ), que está ligada ao objetivo específico “a” que é o de verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores.

Para testar a  $H_4$  foi utilizado o terceiro momento do cenário 7. Nesse momento todas as três variáveis do estudo (persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa) foram manipuladas.

A Tabela 35 apresenta as escolhas dos participantes do cenário 7 no terceiro momento com a manipulação das três variáveis.

Tabela 35 - Teste Binomial - para as variáveis: persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa ( $H_4$ )

Cenários	Quantidade de participantes	Proporção observada %	<i>P-value</i>
<u>Cenário 7 – Momento 3</u>	96		
Com Persuasão, Risco e Melhor	64	66,67	0,0014
Sem Persuasão, Ambiguidade e Pior	32	33,33	

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Evidencia-se pela Tabela 35, que a maioria dos investidores optou por investir na empresa Ômega, que apresentou: relatórios com argumentos persuasivos; ambiente caracterizado pelo risco; e a empresa com desempenho melhor que o do período anterior. Os resultados vão ao encontro das afirmações de: Winchel (2015) na qual, as pessoas, quando se

deparam com argumentos persuasivos, tendem a reagir a esses argumentos, isto é, tendem a seguir o discurso posto; Agliardi *et al.* (2016), de que as pessoas procuram ambientes de risco quando comparado com a ambiguidade; e Du *et al.* (2015), em que as pessoas tendem a escolher empresas que tiveram melhor desempenho.

Para realizar o teste da  $H_4$  foi utilizado o terceiro momento do cenário 7, com a manipulação das variáveis: persuasão; ambiente de incerteza; e desempenho da empresa.

A Tabela 35 evidencia o cálculo do Teste Binomial, no qual é possível não se rejeitar a  $H_4$  ( $p=0,0014$ ). Pode-se notar que relatórios de analistas com a existência de argumentos persuasivos e que apresentem características de risco em conjunto com melhor desempenho da empresa, podem influenciar mais a decisão do investidor quando comparados a relatórios dos analistas sem argumentos persuasivos caracterizados pela ambiguidade e com resultado pior que o período anterior. O resultado apresenta nível de significância de 5%.

Após realizar a escolha do investimento, foi solicitado aos participantes do experimento que identificassem qual(is) foram o(s) motivo(s) da sua escolha. Nesse sentido, foram relacionadas algumas opções. As respostas dos participantes estão evidenciadas na Tabela 36.

Tabela 36 - Motivos da escolha do investimento para o 3 momento do cenário 7

Cenário	Momento	Empresa	Total (96)		Feminino	Masculino
			Quant.	%	Quant.	Quant.
Cenário 7	Momento 3	Informações Financeiras	17	17,71	8	9
		Relatório Analista	15	15,62	6	9
		Ambos	11	11,46	4	7
		Percentuais das ações	21	21,88	10	11
		Ambos e Percentuais	31	32,29	12	19
		Outro	1	1,04	0	1

Nota: O participante tinha que escolher qual foi o principal motivo da sua escolha: Informações financeiras= refere-se ao Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e o Preço da Ação; Relatório do Analista: Relatório do Analista Financeiro; Ambos= refere-se a informações financeiras e o Relatório do Analista; Percentuais= Percentuais de valorização da ação; Outro= outro motivo que o respondente poderia escrever.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 36 mostra que os principais motivos das escolhas apresentados pelos participantes do experimento no terceiro momento do cenário 7 foram dois itens: “Ambos e Percentuais de valorização da ação”. A opção “Ambos” contempla as informações financeiras mais o relatório do analista, o item percentual de valorização da ação está presente no

relatório do analista. Apenas um participante marcou como principal motivo a opção “Outros” e, nessa opção, o investidor escreveu que o motivo da decisão foi a compra de ação em baixa.

A Tabela 37 visa explicar com mais detalhes o motivo da decisão do investidor. Para isso, foi utilizado a escala Likert.

Tabela 37 - Percepção dos participantes com relação ao motivo das escolhas no terceiro momento do cenário 7

Total (n=96)							Distribuição de Frequência %							
	M	DP	Med	Mín	Máx	Mod	1	2	3	4	5	6	7	Total
<u>C7-M3</u>														
Rel. Anal.	5,2	1,1	5	1	7	6	2,1	3,1	6,3	17,7	21,9	31,3	17,7	100
Perc.Ação	5,2	1,2	6	1	7	6	4,2	4,2	4,2	14,6	17,7	36,5	18,8	100
Inf. Financ.	5,3	1,2	6	1	7	6	2,1	7,3	2,1	13,5	14,6	39,6	20,8	100

Legenda: n=número de respondentes; M=Média; DP=Desvio Padrão; Med=Mediana; Mín=Mínimo; Máx=Máximo; Mod=Moda; Rel. Anal.= Você se sentiu influenciado pelo Relatório do Analista; Perc.Ação= O percentual de valorização da ação prometido no relatório influenciou sua decisão; Inf.Financ.= As informações financeiras das empresas influenciaram sua decisão. C7-M3= Cenário 7 Momento 3.

Distribuição de Frequência: Escala Likert de 7 pontos: 1-Discordo totalmente; 2-Discordo; 3-Discordo parcialmente; 4-Nem concordo nem discordo; 5-Concordo parcialmente; 6- Concordo, e; 7-Concordo totalmente.

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

A Tabela 37 apresenta o motivo da escolha dos participantes utilizando a escala Likert de sete pontos. A média da pontuação dada pelos investidores foi bem próxima nos itens: relatório do analista; percentual de valorização da ação; e informações financeiras. Assim como na Tabela 36, esses três itens mostraram-se importantes para a tomada de decisão dos investidores. No resultado, utilizando a escala Likert, a maior média foi para as informações financeiras, porém, a diferença na média para os outros dois itens (relatório do analista e percentual de valorização da ação) nas notas foi de 0,1.

Na sequência, é apresentada a Tabela 38 que mostra a decisão dos investidores por meio do Teste Binomial utilizado para a verificação da  $H_4$ .

Tabela 38 - Escolha dos investidores com a manipulação das variáveis persuasão, ambiente de incerteza e desempenho da empresa para H<sub>4</sub>

Característica	Tipo	Com Persuasão, Risco e Melhor Desempenho	Sem Persuasão, Ambiguidade e Pior Desempenho	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	27	13	0,0398
	Masculino	37	19	0,0231
Idade (anos)	Até 20	15	6	0,0809
	De 21 a 25	37	15	0,0036
	De 26 a 30	7	3	0,3428
	Acima de 30	5	8	0,5791
Conhecimento financeiro	Baixo	30	10	0,0027
	Médio e Alto	34	22	0,1416
Instituição de Ensino	Pública	52	25	0,0030
	Privada	12	7	0,3588
Renda	Classe A, B e C	14	8	0,2864
	Classe D e E	50	24	0,0037
<b>Total Geral</b>		<b>64</b>	<b>32</b>	<b>0,0016</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Ao analisar as decisões dos investidores por gênero, percebe-se que o feminino apresentou o percentual um pouco maior, comparado ao masculino, na escolha da empresa Ômega, que apresentava em seu relatório elemento persuasivo, ambiente de risco e melhor desempenho, com a média de 67,5%. Enquanto, para os participantes do gênero masculino, o percentual foi de 66% para essa mesma empresa. Radoc (2018) afirma que o gênero masculino é menos influenciado por recomendações de outras pessoas.

O resultado aponta a representatividade do analista nas escolhas dos investidores e está de acordo com a afirmação dada por Shu e Cheng (2012), segundo a qual o elemento de autoridade acontece por conta de o emissor da mensagem apresentar um nível de experiência que é reconhecido por quem recebe a mensagem.

No terceiro momento dos cenários 8 e 9, também foram manipuladas as três variáveis: persuasão; ambiente de incerteza; e desempenho da empresa. Porém, diferentemente do terceiro momento do cenário 7 (analisado anteriormente), no cenário 8, uma opção de investimento apresentou a variável persuasão em conjunto com ambiguidade e com pior desempenho. Já no cenário 9, a variável persuasão estava em conjunto com o risco e

o pior desempenho da empresa. A Tabela 39 mostra os resultados do Teste Binomial para estes dois momentos.

Tabela 39 - Teste Binomial para a manipulação de três variáveis

		Cenário 8 momento 3			Cenário 9 momento 3		
Característica	Tipo	Sem Persuasão Risco e Melhor	Com Persuasão Ambig. e Pior	<i>P-value</i>	Sem Persuasão Ambig. e Melhor	Com Persuasão Risco e Pior	<i>P-value</i>
Gênero	Feminino	24	20	0,6511	20	27	0,3815
	Masculino	22	30	0,3317	17	32	0,0455
Idade (anos)	Até 20	16	14	0,8551	6	15	0,0809
	De 21 a 25	15	21	0,4047	25	28	0,7835
	De 26 a 30	9	8	1,0000	4	9	0,2673
	Acima de 30	6	7	1,0000	2	7	0,1824
Conhecimento financeiro	Baixo	33	29	0,7032	24	32	0,3496
	Médio e Alto	13	21	0,2300	13	27	0,0398
Instituição de Ensino	Pública	35	40	0,6442	29	45	0,0812
	Privada	11	10	1,0000	8	14	0,2864
Renda	Classe A, B e C	14	13	1,0000	8	15	0,2109
	Classe D e E	32	37	0,6301	29	44	0,1013
<b>Total Geral</b>		<b>46</b>	<b>50</b>	<b>0,7595</b>	<b>37</b>	<b>59</b>	<b>0,0321</b>

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Os resultados apresentados na Tabela 39 evidenciam que, na combinação das variáveis do terceiro momento do cenário 8, não houve significância, já no cenário 9, a empresa que apresentou elementos persuasivos em um ambiente de risco em que a empresa havia apresentado um pior desempenho, obteve *p-value* de (0,0315).

Nos dois momentos analisados na Tabela 39, nota-se que o percentual de escolhas dos investidores para aqueles investimentos que apresentaram em seu relatório argumentos persuasivos foi maior do que as escolhas por empresas cujo relatório não apresentava argumentos persuasivos, em especial no cenário 9, cujo percentual foi acima de 60%. Nesse sentido, percebe-se que a persuasão pode influenciar a decisão do investidor, mesmo quando outras variáveis (desempenho e ambiente de incerteza) também foram manipuladas. Em conformidade com o estudo de Augustin e Izhakian (2017), o resultado apontou efeitos opostos quanto às decisões, isto é, quando o desempenho é melhor e há persuasão, existe maior procura dos investidores, entretanto, quando o desempenho é melhor, mas o relatório

não está acompanhado por argumentos persuasivos, os investidores tendem a acreditar na autoridade do analista e não no desempenho da empresa, conforme apontou o resultado do cenário 9.

A persuasão mostrou-se mais influente que outras variáveis, reforçando o fato de que o analista financeiro apresentou certo nível de prestígio com sua experiência sobre os investimentos. Tal prestígio foi o suficiente para convencer os investidores não profissionais a terem escolhido os investimentos cujo elemento persuasivo estava presente. Esse resultado corrobora Shu e Cheng (2012), sobre o nível de reputação de uma autoridade em determinado assunto nas decisões dos indivíduos. Também reforçam o estudo de Riley *et al.* (2014) de que a narrativa sobre a perspectiva da empresa influencia a decisão do investidor.

Assim, os resultados deste experimento mostraram que as recomendações dadas pela autoridade — exercida neste estudo pelo analista financeiro — geraram um tipo de atalho na tomada de decisão dos investidores, uma vez que o argumento do especialista foi capaz de motivar uma confiança no participante a ponto de este decidir pelo investimento proposto. Essa ação do argumento da autoridade havia sido apontada por Chaiken & Maheswaran (1994).

Na sequência, é apresentada uma síntese de todos os resultados encontrados nesta tese.

#### 4.3 SÍNTESE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

O objetivo geral do estudo foi analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores relacionada ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais. Para chegar a esse objetivo foram elaborados três objetivos específicos. O primeiro objetivo específico foi verificar a influência da persuasão sobre as escolhas dos investidores. Para atingir esse objetivo, foram elaboradas duas hipóteses, a  $H_1$  e a  $H_4$ .

Para verificar a  $H_1$  foram realizados quatro momentos de um experimento, em cada um deles, os participantes recebiam informações financeiras de duas empresas com dados sobre o lucro líquido, o patrimônio líquido e o preço das ações dessas duas empresas. Além dessas informações, os participantes receberam também, para cada empresa, um trecho de um relatório de analista. Em um desses relatórios, apresentava-se argumentos persuasivos de autoridade e, no outro, não. As outras variáveis do estudo (desempenho da empresa e ambiente de incerteza) não foram manipuladas em nenhuma desses quatro momentos. Para

cada momento desses cenários, participaram 96 indivíduos. As escolhas desses indivíduos por uma das empresas permitiram verificar se a persuasão em diferentes situações pode influenciar a decisão do investidor.

Para verificar o efeito do elemento persuasivo de autoridade, adotado em um dos relatórios dos analistas, utilizou-se o Teste Binomial. O resultado apresentado em todos os momentos do *p-value* foi de 0,0000, o que indicou que os argumentos persuasivos de autoridade em um relatório do analista podem influenciar a decisão do investidor. Esse resultado vai ao encontro da afirmação de Chaiken e Maheswaran (1994) de que a mensagem entregue por um especialista tem seus argumentos persuasivos percebidos de maneira mais positiva. O resultado também segue a literatura (Shen, 2013; Shu & Cheng, 2012) ao evidenciar que a persuasão é capaz de impactar na decisão do indivíduo.

A atuação da persuasão também foi testada na  $H_4$ . Nessa hipótese, manipulou-se, além da variável persuasão, as outras duas variáveis (ambiente de incerteza e desempenho da empresa).

Assim, por meio de  $H_4$ , procurou-se testar se o ambiente de risco, em conjunto com relatórios que apresentem argumentos persuasivos e a empresa com melhor desempenho, é mais influente que ambiente de ambiguidade, pior desempenho e ausência de persuasão. Para constatar essa influência, foi utilizado o terceiro momento do cenário 7, cuja quantidade de participantes foi de 96 investidores. O Teste Binomial das escolhas dos investidores mostrou que o *p-value* foi de 0,0000. Isso reforça que o ambiente caracterizado pelo risco, em que o relatório apresente argumentos persuasivos de autoridade e o desempenho da empresa tenha sido melhor que o período anterior influencia mais a decisão do investidor do que ambiente caracterizado pela ambiguidade, relatório sem persuasão e com desempenho pior que o do período anterior.

Para o segundo objetivo específico, procurou-se investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza. Para conseguir atingir esse objetivo, foram realizados testes experimentais e elaborada a  $H_2$ . Nessa hipótese, foi verificado se os indivíduos são mais propensos a optarem por situações com características de risco e que contenham argumentos persuasivos de autoridade ou se escolheriam relatórios de analista das empresas sem elementos persuasivos em um ambiente caracterizado pela ambiguidade.

Para essa hipótese, utilizou-se dois momentos, o terceiro momento dos cenários 3 e 4. Em cada um deles, houve a participação de 96 estudantes no papel de investidores e a empresa que apresentou em seu relatório argumentos persuasivos em conjunto com o

ambiente de risco obteve maior aceitação por parte dos investidores do que a empresa que apresentou em seu relatório argumentos sem elemento persuasivo em conjunto com o ambiente caracterizado pela ambiguidade. O Teste Binomial para esses dois momentos mostrou o *p-value* de 0,0001, o que evidenciou que os argumentos persuasivos de autoridade em parceria com o ambiente de risco podem influenciar a decisão do investidor mais do que relatório sem argumentos em ambiente caracterizado pela ambiguidade.

Além desses testes, foram destinados dois momentos (primeiro momento dos cenários 1 e 2), nos quais comparou-se empresas cujos relatórios apresentaram argumentos persuasivos em ambientes de ambiguidade, com empresas cujos relatórios não traziam argumentos persuasivos em ambiente de risco. O resultado mostrou que a maioria dos investidores escolheu a empresa cujo relatório apresentava argumentos persuasivos de autoridade em conjunto com o ambiente de ambiguidade.

Adicionado à decisão pelo ambiente de incerteza, procurou-se mostrar a influência desta de maneira isolada, sem participação de outras variáveis. Para isso, foram utilizados quatro momentos, em que uma das empresas recebia alguma previsão de percentual de valorização da ação caracterizando o risco, enquanto a outra empresa não apresentava percentual de valorização da ação caracterizando a ambiguidade. Na soma dos quatro momentos, o *p-value* mostrou-se significativo em 0,0165, o que evidencia que os investidores foram mais influenciados pelo ambiente de risco caracterizado por alguma previsão de valorização das ações do que pela falta de informações sobre a valorização da ação. Este resultado segue o que já havia sido encontrado na literatura por Du (2009) e Winchel (2015).

No terceiro objetivo específico, procurou-se constatar o efeito da persuasão quanto à decisão dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas. Para isso, foi realizada a verificação da  $H_3$ . Nessa hipótese, houve a manipulação da variável desempenho da empresa e também de elementos persuasivos de autoridade.

Na  $H_3$ , testou-se a influência do desempenho da empresa em conjunto com o elemento persuasivo de autoridade. Para essa hipótese, a variável ambiente de incerteza não foi manipulada e utilizou-se dois momentos (terceiro momento dos cenários 5 e 6) com 96 investidores para cada um dos cenários. Em uma das empresas, o relatório do analista apresentava argumentos persuasivos e as informações financeiras apontavam para um desempenho pior que o do período anterior, enquanto na outra empresa, o relatório do analista não apresentava argumentos persuasivos e o desempenho havia sido melhor que o do período anterior.

O Teste Binomial utilizado para a  $H_3$  não rejeita a hipótese, uma vez que o *p-value* foi de 0,0001, ou seja, os investidores escolheram a empresa cujo relatório apresentava argumentos persuasivos de autoridade e cujo desempenho tivesse sido pior que o do período anterior, em detrimento da empresa cujo desempenho era melhor e não apresentava argumentos persuasivos no relatório.

Além da verificação da  $H_3$ , testou-se a variável desempenho da empresa de maneira individual na decisão do investidor, isto é, nenhuma outra variável foi manipulada. No Teste Binomial para essa variável, constatou-se que os investidores escolheram a empresa que havia apresentado melhor desempenho com relação ao período anterior. Para isso, utilizou-se de quatro momentos (primeiro e segundo momentos dos cenários 5 e 6) e o *p-value* foi de 0,0000. Este resultado segue o que é apresentado pela teoria (Du, 2009; Du *et al.*, 2015; Henry & Peytcheva, 2018) de que o desempenho da empresa afeta a decisão dos investidores.

Ainda sobre a influência do desempenho da empresa na decisão do investidor, procurou-se verificar a influência dessa variável em conjunto com a variável ambiente de incerteza. Para isso, foram elaborados dois momentos para constatar se o ambiente de risco e o melhor desempenho influenciam mais a decisão do investidor que o ambiente de ambiguidade com pior desempenho. O Teste Binomial mostrou significativo o *p-value*=0,0000, portanto, o ambiente de incerteza, quando caracterizado pelo risco, associado à empresa com melhor desempenho que o do período anterior mostrou-se mais impactante para os investidores do que o ambiente de ambiguidade com desempenho pior que o do período anterior.

A Tabela 40 mostra um resumo de todas as hipóteses que foram investigadas nesta tese:

Tabela 40 - Síntese das hipóteses da pesquisa

Hipótese	Referências	Situação	Principais resultados
H <sub>1</sub> : As escolhas dos investidores por investimentos que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos que não apresentaram argumentos persuasivos.	Shen (2013); Damasceno e Iglesias (2014); Figueiredo (2015); Bi <i>et al.</i> (2017); Shu e Cheng (2012); Zhang <i>et al.</i> (2018).	Não se rejeita	Os investidores ao se depararem com investimentos quando há presença de argumentos persuasivos e investimentos cuja informação não apresenta argumentos persuasivos, escolhem o investimento com a presença da persuasão.
H <sub>2</sub> : As escolhas dos investidores por investimentos em cenário de incerteza com característica de risco e que apresentaram	Du (2009); Shu e Cheng (2012); Damasceno e Iglesias (2014); Cialdini (1984);	Não se rejeita	Os argumentos persuasivos em conjunto com as situações de risco mostraram-se mais influentes do que informações sem argumentos persuasivos e ambientes de

argumentos persuasivos de autoridade são maiores do que as escolhas dos investidores por investimentos caracterizados pela ambiguidade e que não apresentaram argumentos persuasivos.	Olsen e Cox (2001); Han <i>et al.</i> (2017); Winchel (2015)	ambiguidade. Além disso, a variável persuasão mostrou-se mais influente em conjunto com a ambiguidade comparada a informações sem persuasão em conjunto com o risco.
H <sub>3</sub> : As escolhas dos investidores por empresas que tiveram pior desempenho e que apresentaram nos relatórios argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas de investidores por empresas que apresentaram melhor desempenho, porém que traziam relatórios dos analistas sem argumentos persuasivos.	Winchel (2015); Du <i>et al.</i> (2015); Cialdini (1984); Bickart <i>et al.</i> (2015); Henry e Peytcheva (2018); Figueiredo (2015)	O argumento persuasivo mostrou-se nessa hipótese mais influente na decisão dos investidores em conjunto com o pior desempenho, quando comparado com informações sem elemento persuasivo e melhor desempenho da empresa. Além disso, a variável persuasão combinada com o melhor desempenho mostrou-se mais influente que o pior desempenho da empresa em conjunto com informações sem persuasão.
H <sub>4</sub> : As escolhas dos investidores por empresas que tiveram melhor desempenho, cujo cenário de incerteza seja caracterizado pelo ambiente de risco, e que apresentaram argumentos persuasivos de autoridade são maiores que as escolhas dos investidores por investimento em um ambiente caracterizado pela ambiguidade, pior desempenho e que não apresentaram argumentos persuasivos.	Agliardi <i>et al.</i> (2016); Du <i>et al.</i> (2015); Shu e Cheng (2012); Winchel (2015).	As informações com elementos persuasivos de autoridade, em ambiente de risco, cujo desempenho tenha sido melhor que o do período anterior, foram mais influentes nas decisões dos investidores do que as informações que não apresentaram argumentos persuasivos, que tenham como característica a ambiguidade e que o desempenho tenha sido pior que o anterior.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

A Tabela 40 apresenta uma síntese dos achados da pesquisa. Estão relacionadas as quatro hipóteses avaliadas nesta tese. A literatura aponta que os estudos sobre a decisão de investidores ainda não estão esgotados, ainda não se sabe quais são todos os motivos que levam os investidores a decidirem por um investimento em detrimento de outro. Kahneman (2012) afirma que as decisões podem acontecer por meio de gatilhos. Neste estudo, notou-se que os argumentos persuasivos podem ser esse gatilho, pois percebeu-se que o elemento de autoridade exercido pelo analista financeiro foi capaz de fazer aquilo que Cialdini (1984) afirmou, ou seja, foi capaz de moldar, reforçar ou mudar a opinião das pessoas. Os resultados apontaram que o argumento de autoridade evitou que o indivíduo fizesse uma análise mais minuciosa das informações, passando apenas a acreditar na experiência de um especialista,

gerando, assim, um atalho na decisão do investimento. Desse modo, como afirmou Chaiken (1980), a fonte da mensagem teve mais impacto que a própria base de dados de onde surgiu essa mensagem. Entretanto, sabe-se ainda que, em estudos da área financeira, a atuação da persuasão na decisão do investidor, não foi totalmente explorada.

Quanto à análise pelas características demográficas percebeu-se que característica que apresentou mais resultados significativos no Teste Binomial foi a característica renda com as pessoas classificadas nas Classes D e E. Isso evidencia que os indivíduos com menor renda podem ser influenciados mais facilmente pelos argumentos persuasivos de autoridade, pelo melhor desempenho da empresa ou pelo ambiente caracterizado pelo risco. Já para os investidores com maior renda classificadas nas Classes A, B e C e as pessoas com idade superior a 30 anos, foram as que mais apresentaram resultados não significativos nas variáveis estudadas.

Diante dessa situação, notou-se a lacuna na literatura sobre o papel do elemento persuasivo de autoridade na decisão dos investidores, uma vez que existe ainda uma ausência teórica e empírica na compreensão da persuasão. Neste estudo, levou-se em consideração duas outras variáveis, o cenário de incerteza, o qual o mercado de capitais apresenta como característica, proporcionando ao investidor uma situação de ambiguidade ou de risco; e ainda o investidor depara-se com desempenho das empresas, evidenciado por meio de dados contábeis, que podem apontar para um melhor ou um pior desempenho quando comparado com o período anterior.

Nesse sentido, a tese apresentou avanço no conhecimento com relação ao argumento persuasivo de autoridade na decisão de investidores, de que esse elemento da persuasão pode influenciar a decisão de investidores não profissionais. As evidências do estudo identificaram que os indivíduos tendem a escolher investimentos que carreguem informações que contenham argumentos persuasivos de autoridade quando comparados com opções de investimentos que não contenham esse tipo de argumento. Adicionalmente, a tese contribuiu para a área das finanças comportamentais, que procura entender os motivos da decisão do investidor na perspectiva cognitiva do indivíduo, e segundo Lima (2003) ainda está longe de ser resolvida. Especificamente, a pesquisa mostrou que a persuasão é um fator que pode ser determinante para as escolhas dos indivíduos na área financeira.

Além disso, o estudo proporcionou avanço no conhecimento com relação às decisões dos investidores quanto ao desempenho da empresa. A literatura aponta que as informações contábeis divulgadas pelas empresas são importantes nas decisões dos investidores. Esta tese confirmou tal afirmação e acrescentou à literatura que, mesmo em situações onde o

desempenho da empresa tenha sido pior, os investidores optaram por investir na empresa na qual as informações continham argumentos persuasivos. O mesmo aconteceu com a variável de ambiente de incerteza, cujo risco mostrou-se mais influente nas decisões do que a ambiguidade, reforçando o que a literatura já havia apontando. Entretanto, a presente tese avançou no sentido de mostrar que a persuasão em conjunto com o risco é mais influente do que informações sem persuasão e ambiguidade. O estudo também apontou que a persuasão se sobressai quando combinada com a ambiguidade, isto é, em situações de incerteza, independentemente de ter a característica de ambiguidade ou de risco, a persuasão mostrou-se influente nas decisões dos investidores.

Desse modo, este estudo defendeu a tese de que, em ambientes de incerteza, o argumento persuasivo de autoridade influencia os investidores a optarem por aquele investimento cujo elemento persuasivo esteja presente, mesmo em situações nas quais o desempenho da empresa tenha sido pior que o do período anterior. Esta tese foi comprovada, confirmando que elementos persuasivos influenciam a decisão do investidor. Independentemente do cenário de incerteza ao qual o investidor esteja submetido e de qual desempenho (melhor ou pior) a empresa tenha apresentado o argumento persuasivo mostrou-se mais influente na decisão dos investidores.

## 5 CONCLUSÃO

O objetivo geral deste estudo foi o de analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores não profissionais relacionadas ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais. Para alcançar esse objetivo, foi realizado um experimento com *design* de medidas repetidas. A pesquisa foi aplicada *in loco* com estudantes de graduação dos dois últimos anos dos cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. Participaram da pesquisa 864 pessoas de sete universidades, sendo três públicas e quatro privadas.

Neste estudo, defendeu-se a tese de que, em ambientes de incerteza, o argumento persuasivo de autoridade influencia os investidores a optarem por aquele investimento em que este elemento persuasivo esteja presente, mesmo em situações nas quais o desempenho da empresa tenha sido pior que o do período anterior. Os resultados encontrados com esse experimento confirmam a tese de que os argumentos persuasivos de autoridade podem influenciar a decisão do investidor em ambientes de incerteza e independentemente do desempenho da empresa.

É possível concluir, por meio das escolhas realizadas pelos participantes, que estavam no papel de investidores não profissionais, que estes se sentem mais influenciados pelos argumentos persuasivos utilizados pelos analistas financeiros em seus relatórios. A persuasão acontece por meio de uma atividade comunicativa adequada a interferir na decisão dos indivíduos. Os resultados apresentados enfatizam que o elemento persuasivo age como um gatilho na tomada de decisão. Isso mostra que a construção dos argumentos pode mudar ou influenciar a decisão do indivíduo.

O primeiro objetivo específico visou verificar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores. Para esse estudo, foi utilizado, exclusivamente, dentre os seis elementos da persuasão listados por Cialdini (1984), o de autoridade. Esse elemento tem como característica utilizar a autoridade técnica que o emissor da mensagem possui sobre determinado assunto e, assim, contribuir para a aceitação da mensagem por parte do receptor. Essa situação refletiu-se nos participantes deste experimento, que perceberam, por meio dos relatórios, a importância técnica da figura do analista financeiro e escolheram as empresas cujos relatórios apresentavam elemento de autoridade.

A variável persuasão também se destacou nas escolhas dos investidores, quando foi manipulada com as outras variáveis deste estudo (desempenho da empresa e cenário de incerteza). Quando as três variáveis do estudo foram manipuladas em conjunto, a variável

persuasão mostrou-se mais influente na decisão do investidor. Desse modo, os achados reforçam que a presença da persuasão foi capaz de direcionar a decisão de investimento dos participantes.

No tocante ao segundo objetivo específico, que procurou investigar o impacto da persuasão quanto às decisões dos investidores em ambiente de incerteza, os achados apontaram que a persuasão em conjunto com o ambiente de risco mostrou-se mais influente do que a ausência de argumentos persuasivos nos relatórios e ambiente de ambiguidade. O mesmo aconteceu quando a persuasão estava combinada com o ambiente de ambiguidade. Esses resultados mostraram que, ao existir uma situação ambígua ou de risco, o investidor é influenciado por informações de pessoas que transmitem autoridade sobre assunto.

A partir dos resultados, observou-se também que o ambiente de risco é mais decisivo que o ambiente ambíguo, reforçando o que a literatura já havia apontado (Bailon *et al.*, 2018; Cubitt *et al.*, 2018; Du, 2009; Winchel, 2015). Desse modo, os achados demonstram que o comportamento do investidor é diferente em situações de ambiguidade e de risco. Os investidores mostraram-se mais propensos a optar pelas situações de risco, isso acontece nesse tipo de situação, pois o investidor consegue, ainda que de maneira incerta, visualizar a rentabilidade.

O terceiro objetivo específico foi o de constatar o efeito da persuasão quanto às decisões dos investidores relacionadas ao desempenho da empresa. Ao comparar no experimento a escolha dos investidores entre as variáveis, desempenho da empresa e elemento persuasivo, essa última mostrou-se mais influente. Esse resultado mostra que o elemento persuasivo de autoridade é capaz de reduzir a percepção do investidor em discriminar melhor e pior desempenho e criar um atalho na decisão, apoiado na autoridade técnica proporcionada, neste estudo, pelo analista financeiro.

Os resultados apontaram também que os investidores procuraram a empresa que apresentou melhor desempenho do que a empresa com pior desempenho, isso foi corroborado quando essa variável foi analisada de maneira isolada. Esse achado mostra que o investidor, ao receber uma notícia positiva, gera também um julgamento positivo. Adicionalmente, a pesquisa aponta também que a contabilidade apresenta limites com relação a divulgação de informações para a decisão do investidor, uma vez que os dados fornecidos pela contabilidade (lucro, patrimônio líquido e preço da ação) não foram tão impactantes para a decisão do investidor como foram os argumentos persuasivos do analista financeiro.

Diante de todas essas evidências obtidas na tese, é possível concluir que o elemento persuasivo de autoridade pode influenciar a decisão dos investidores não profissionais. Isso pode acontecer inclusive quando o desempenho da empresa for pior que o do período anterior. Além disso, comprovou-se também, por meio da amostra, que independentemente do cenário de ambiguidade ou de risco proporcionado pelo mercado de capitais, a persuasão mostrou-se influente na decisão dos investidores.

## 5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS

O estudo possui algumas contribuições teóricas para a literatura. A primeira contribuição se refere à compreensão da influência das divulgações corporativas sobre a decisão do investidor. Embora a literatura anterior (DellaVigna, 2009; Han *et al.*, 2017), tenha constatado que muitas informações divulgadas sobre as organizações contêm elementos persuasivos, esta tese indica que a presença do elemento persuasivo de autoridade nos relatórios dos analistas influencia na decisão do investidor. A pesquisa fornece evidência empírica de que o elemento persuasivo de autoridade é capaz de criar atalho na decisão do investidor.

Possibilitou ainda acréscimo na literatura das finanças comportamentais. Essa área procura identificar os elementos que impactam na decisão do investidor. Estudos anteriores (Duclos, 2015; Riaz & Hunjra, 2015) apontam que as decisões de investidores em situações de dúvida são influenciadas por fatores cognitivos e que, as pessoas tendem a simplificar o processo de decisório por meio de estímulos. Porém, não estão claros quais seriam esses estímulos, desse modo, este estudo possibilitou apontar que o elemento persuasivo de autoridade atuou como um estopim, para um pensamento mais rápido no momento da escolha do investimento.

Adicionalmente, o estudo pôde mostrar que a persuasão é capaz de amenizar o pior desempenho de uma empresa. Apesar do estudo de Henry e Peytcheva (2018) ter apontado que os argumentos favoráveis podem diminuir o desempenho desfavorável da empresa. Os resultados desta tese fornecem evidências de que os argumentos persuasivos de autoridade foram capazes de aliviar o desempenho ruim da empresa.

A pesquisa, também contribuiu para a literatura do comportamento do investidor em ambiente de incerteza relacionado às informações contábeis. O estudo de Augustin e Izhakian (2017) apontou que, o efeito da ambiguidade nas decisões do investidor é pouco explorado. Nesta tese foram relacionadas à decisão dos investidores em situações de incerteza com a

interferência de argumentos persuasivos e o desempenho da empresa por meio das informações contábeis. Os resultados apontaram que o argumento de autoridade influenciou nas decisões que envolveram situações de ambiguidade e de risco.

Sobre a contribuição prática, a pesquisa constatou que os analistas financeiros, ao se utilizarem de argumentos persuasivos, influenciam a decisão dos investidores não profissionais. Dessa maneira, a pesquisa confirma que os argumentos podem criar gatilhos para decisão sendo necessário que o investidor analise outras informações sobre a empresa além do relatório do analista financeiro. O estudo sugere que os investidores procurem uma educação financeira com ênfase em interpretação das demonstrações contábeis e melhorem o pensamento crítico com relação às narrativas das empresas.

O estudo contribui também, para os profissionais da área de investimentos (assessor, agente e consultor de investimento), ao constatar que as informações financeiras com argumentos persuasivos interferem nas decisões dos investidores não profissionais. Além de contribuir para os investidores com média de idade de 25 anos, que representaram a maioria da amostra da pesquisa, cujo faixa etária foi a que mais aumentou na B3 entre os anos de 2019 e 2020.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Como sugestões para pesquisas futuras, seria relevante também realizar uma pesquisa com outros elementos da persuasão listados por Cialdini (1984), uma vez que nesta tese foi utilizado apenas o elemento de autoridade. Poderia se inserir outros elementos, como no estudo de Shu e Cheng (2012), que utilizou dois elementos: o de escassez e o de reciprocidade, e constatou que mensagens que contemplam esses dois elementos foram mais persuasivas que as mensagens que continham apenas um elemento.

Outra sugestão seria a de realizar outros estudos utilizando outros instrumentos de divulgação das empresas. Neste experimento, foi utilizado o relatório do analista, mas poderiam ser utilizadas a persuasão nas explicações *Chief Executive Officer* (CEO's) com relação ao resultado trimestral, ou no relatório de referência. Sugere-se também para outras pesquisas a utilização como instrumento de coleta de marketing de vídeos que contenham argumentos persuasivos em suas mensagens, uma vez que essa prática de abordagem aos investidores é utilizada de maneira recorrente pelas corretoras de valores.

Para a variável ambiguidade, poderia ser realizada uma pesquisa e se utilizar do excesso de informação capaz de gerar ambiguidade no investidor para saber se esse excesso de informação atrapalha ou contribui para a decisão. Sugere-se para outros estudos o uso da Teoria do Prospecto para relacionar a decisão do investidor em ambientes caracterizados pela incerteza, uma vez que esta Teoria ajuda a compreender como as pessoas fazem as suas escolhas em situações que envolvem o risco.

Com relação à população, sugere-se realizar estudos futuros com o mesmo instrumento dessa pesquisa, porém com investidores profissionais, pois esses investidores podem agir de maneira diferente às variáveis utilizadas neste estudo.

Quanto aos resultados não significativos, identificados no Teste Binomial, relacionados às características demográficas dos participantes do experimento, notou-se que as mais recorrentes foram: as pessoas com idade superior a 30 anos; e, os indivíduos cuja renda está nas Classes A, B e C. Esses resultados apontam que as pessoas com mais idade e com maior renda foram menos influenciadas pelas variáveis manipuladas nesse estudo. Nesse sentido, sugere-se para pesquisas futuras a realização de experimentos com investidores cuja amostra apresente essas características e que envolvam as variáveis persuasão, risco e desempenho da empresa.

## REFERÊNCIAS

- Abbott, W. F., & Monsen, R. J. (1979). On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement. *Academy of Management Journal*, 22(3), 501–515.
- Agliardi, E., Agliardi, R., & Spanjers, W. (2016). Corporate financing decisions under ambiguity: Pecking order and liquidity policy implications. *Journal of Business Research*, 69, 6012–6020.
- Aguiar, A. B. (2017). Pesquisa experimental em contabilidade: propósito, desenho e execução. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(2), 224-244.
- Allais, M. (1953). Le Comportement de L'Homme Rationnel devant le Risque: critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica*, 21(4), 503-546.
- Alves, J. L., & Borba, J. A. (2009). A relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento: Um estudo experimental. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 12, 44-57.
- Antunes, M. T. P., & Martins, E. (2007). Capital intelectual: seu sentimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 5-21.
- Araújo, D. J. C., Andrade, J. P., & Girão, L. F. A. P. (2020). Atividades distintas de divulgação e investidores sofisticados. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 31(82), 129-144.
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2009). *Curso de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Augustin, P., & Izhakian, Y. (2017). Ambiguity, Volatility, and Credit Risk. *SSRN- Eletronic Journal*, 15, 1-58.
- B3. (2020). Históricos pessoas físicas. São Paulo. Recuperado em 04 maio 2020, de [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/).
- Bailon, A., Schlesinger, H., & Kuilen, G. V. (2018). Measuring higher order ambiguity preferences. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 21, 233-256.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2005). A survey of behavioral finance. In: G. Constantinides, M. Harris & R. Stulz. (Ed.). *Handbook of the Economics of Finance*, (1.vol., pp. 1053-1128). Amesterdã: Elsevier.

- Berrio, J. (1983). *Teoria social de la persuasion*. Barcelona: Editorial Mitre.
- Bertolini, A. V. A. G., D'Arrigo, F., & Fachinelli, A.C. (2017). Aquisição e uso de informações nas práticas de inteligência competitiva em mercados de risco. *Sistema & Gestão – Revista Eletrônica*, 12, 275-285.
- Bhattacharjee, A., & Sanford, C. (2006). Influence processes for information technology acceptance: an elaboration likelihood model. *MIS Quarterly*, 30(4), 805-825.
- Bi, S., Liu, Z., & Usman, K. (2017). The influence of online information on investing decisions of reward-based crowdfunding. *Journal of Business Research*, 71, 10-18.
- Bickart, B., Morrin, M., & Ratneshwar, S. (2015). Does it pay to beat around the bush? The case of the obfuscating salesperson. *Journal of Consumer Psychology*, 25(4), 596–608.
- Biglaiser, G., & Lektzian, D. (2011). The effect of Sanctions on U.S. *Foreign Direct Investment, International Organization*, 65, 531-551.
- Boff, L. H., Procianoy, J. L., & Hoppen, N. (2006). O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(4), 169-192.
- Bokpin, G. A., Isshaq, Z., & Nyarko, E. S. (2014). Corporate disclosure and foreign share ownership: empirical evidence from African countries. *International Journal of Law and Management*, 57(5), 417-444.
- Bortoluzzi, S. C., Ensslin, S. R., Lyrio, M. V. L., & Ensslin, L. (2011). Avaliação de desempenho econômico-financeiro: Uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio a decisão construtiva (MCDA-A). *Revista Alcance – Eletrônica*, 18(2), 200-218.
- Brauer, M., & Wiersema, M. (2018). Analyzing Analyst Research: A review of past coverage and recommendations for future research. *Journal of Management*, 44(1), 218-248.
- Brenner, M., & Izhakian, Y. (2018). Asset pricing and ambiguity: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 130, 503-531.
- Brown, P. & Feigin, A., & Ferguson A. (2014). Market reactions to the reports of star resource analyst. *Australian School of Business*, 39(1), 137-158.
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Sociological paradigms and organizational analysis*. London: Heinemann Education Books.
- Camargo, R. C. C. P. (2018). *Relevância da divulgação de critérios de materialidade da auditoria nas decisões de investidores*. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Santa Catarina, Brasil.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. D. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusão e aquisição do mercado brasileiro ocorrido entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), 99-115.

- Cambra, U. C., & Herrero, S. G. (2013). La I Guerra Mundial y los orígenes de la Teoría de los Efectos. El caso de aliadófilos y germanófilos. *História y Comunicación Social*, 18, 125-138.
- Camerer, C. F., & Hogarth, R. M. (1999). The effects of financial incentives in experiments: A review and capital-labor-production framework. *Journal of risk and uncertainty*, 19(1), 7-42.
- Cascino, S., Clatworthy, M., Osma, B. G., Gassen, J., Isman, S., & Jeanjean, T. (2014). Who uses financial reports and for what purpose? Evidence from capital providers. *Accounting Europe*, 11(2), 1-25.
- Castro Jr, F. H. F., & Famá, R. (2002). As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 9(2), 26-35.
- Chaiken, S. (1980). Heuristic versus systematic information processing and the use of source versus message cues in persuasion. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 752-766.
- Chaiken, S., & Maheswaran, D. (1994). Heuristic processing can bias systematic processing: Effects of source credibility, argument ambiguity, and task importance on attitude judgment. *Journal of Personality and Social Psychology*, 66(3), 460-473.
- Chia, R. C. J., Lim, S. Y., Ong, P. K., & Teh, S. F. (2015). Pre and Post chinese new year holiday effects: evidence from Hong Kong stock Market. *The Singapore Economic Review*, 60(4), 1-14.
- Cialdini, R. B. (1984). *Influence: The Psychology of Persuasion*. New York: Harper Collins.
- Cialdini, R. B. (2001). The science of persuasion. *Scientific American*, 284(2), 76-81.
- Clots-Figueras, I., González, R. H., & Kujal, P. (2016). Trust and trustworthiness under information asymmetry and ambiguity. *Economic Letters*, 147, 168-170.
- Costa, D. F., Carvalho, F. M., Moreira, B. C. M., & Prado, J. W. (2017). Bibliometric analysis on the association between behavioral finance and decision making with cognitive biases such as overconfidence, anchoring effect and confirmation bias. *Scientometrics*, 111, 1775-1799.
- Coutinho, C. P. (2011). *Metodologia de Investigação em Ciências Sociais e Humanas: Teoria e Prática*. (2ªed.). Coimbra: Almedina.
- Crano, W. D., & Prislin, R. (2006). Attitudes and Persuasion. *Annual Review of Psychology*, 57, 345-374.
- Cubitt, R., Kuilen, G. V., & Mukerji, S. (2018). The strength of sensitivity to ambiguity. *Theory and Decision*, 85, 275-302.

- Damasceno, R., & Iglesias, F. (2014). Táticas de persuasão de vendedores de shopping-centers: Um estudo de campo. *Psicologia argumento*, 32(79), 187-195.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under and overreactions. *Journal of Finance*, 53, 1839-1885.
- De Bondt, W., Mayoral, R. M., & Vallelado, E. (2013). Behavioral decision-making in finance: An overview and assessment of selected research. *Revista Espanhola de Financiacion Contabilidad*, 42(157), 99-118.
- DeFleur, M. L., & Ball-Rokeach, S. (1982). *Theories of Mass Communication*. (4 ed.). New York: Longman.
- DellaVigna, S. (2009). Psychology and Economics: Evidence from the field. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 315-372.
- DellaVigna, S. & Gentzkow, M. (2010). Persuasion: Empirical Evidence. *Annual Review of Economics, Annual Reviews*, 2(1), 643-669.
- Devalle, A., Onalli, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the Value Relevance of accounting data after introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, 85-119.
- Dickhaut, J., Smith, V., Xin, B., & Rustichini, A. (2013). Human economic choice as costly information processing. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 94, 206-221.
- Dillard, J.P. (2019). Currents in the Study of Persuasion. In: M.B. Oliver, A. A. Raney, J. Bryant. (Ed.). *Media Effects: Advances in Theory and Research*, (Fourth Edition, pp.115-129). Abingdon: Taylor e Francis Group.
- Dorow, A., Macedo Jr., J. S., Nunes, P., Reina, D., & Maximiniano, D. R. (2010). A heurística da ancoragem e a tomada de decisão sob risco em investimento imobiliário. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(3), 86-101.
- Doukas, A. J., Guo, J., Lam, H. Y. T., & Xiao, S. (2016). Media Endorsements of New Product Announcements: A New marketing Strategy. *European Financial Management*, 22(3), 394-426.
- Du, N. (2009). Do investors react differently to range and point management earnings forecasts? *The Journal of Behavioral Finance*, 10, 195-203.
- Du, N., Stevens, K., & McEnroe, J. (2015). The effects of comprehensive income on investors' judgments: An investigation of one-statement vs. two-statement presentation formats. *Accounting Research Journal*, 28(3), 284-299.
- Duclos, R. (2015). The psychology of investment behavior: (De) biasing financial decision-making one graph at a time. *Journal of Consumer Psychology*, 25(2), 317-325.
- Dumontier, P., & Raffournier, B. (2002). Accounting and capital markets: a survey of the European evidence. *The European Accounting Review*, 11(1), 119-151.

- Ehm, C., Laudendach, C., & Weber, M. (2018). Focusing on volatility information instead of portfolio weights as an aid to investor decisions. *Experimental Economics*, 21, 457-480.
- Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *The Quarterly Journal of Economics*, 75(4), 643-669.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fávero L. P., & Belfiore P. (2017). *Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS® e Stata®*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier.
- Figueiredo, M. F. (2015). A intertextualidade como argumento da autoridade: o caso da carta-testemunho de Getúlio Vargas. *Estudos Linguísticos*, 44(3), 1386-1394.
- Floyd, E., & List, J. A. (2016). Using field experiments in Accounting and Finance. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 437-475.
- Fotheringham, W. C. (1966). *Perspective on persuasion*. Boston: Allyn and Bacon.
- Gassen, J., & Schwedler, K. (2010). The Decision Usefulness of Financial Accounting Measurement Concepts: Evidence from an Online Survey of Professional Investors and their Advisors. *European Accounting Review*, 19(3), 495-509.
- Gava, A. M., & Vieira, K. M. (2006). Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental. *Revista Eletrônica de Administração*, 12(1), 1-25.
- Gilboa, I., & Schmeidler, D. (1989). Maxmin expected utility with non-unique prior. *Journal of Mathematical Economics*, 18, 141-153.
- Gneezy, U., & Rustichini, A. (2000). Pay enough or don't pay at all. *Quarterly Journal of Economics*, 115(3), 791-810.
- Gomez-Carrasco, P., & Michelon, G. (2018). The power of Stakeholders' Voice: The effects of Social media Activism on Stock Markets. *Business Strategy and the Environment*, 26, 855-872.
- Goulart, A. M. C. (2002). Custo de oportunidade: oculto na contabilidade, nebuloso na mente dos contadores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 19-31.
- Grable, J., Lytton, R., & O'Neill, B. (2004). Projection bias and financial risk tolerance. *Journal of Behavioral Finance*, 5, 142-147.
- Gray, D. E. (2012). *Pesquisa no mundo real*. (2. ed.). Porto Alegre: Penso.
- Grob, K. (2007). *Equity Ownership and Performance: An Empirical Study of German Traded Companies*. New York: Springer.

- Guzzo, E. J., Rosa, C. A., Alberton, L., & Borba, J. A. (2014). Disclosure dos Fatores de Risco de Mercado- FRM: Uma Análise das Maiores Companhias Abertas do Brasil. *Gestão Contemporânea*, 14, 247-273.
- Hair Jr., J. F., Babin, B., Money, A. H., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Han, J. T., Chen, Q., Liu, J. G., Luo, X. L., & Fan, W. (2017). The persuasion of borrowers' voluntary information in peer to peer lending: An empirical study based on elaboration likelihood model. *Computers in Human Behavior*, 78, 200-214.
- Harrison, G. W. (2005). Field experiments and control. In: G. Harrison, J. Carpenter, J. List. (Ed.). *Field experiments in economics*. (Vol.,10, pp.17-50). Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Hastie, R. (2001). Problems for Judgment and Decision Making. *Annual Review of Psychology*, 52, 653-683.
- Henry, E., & Peytcheva, M. (2018). Earnings-announcement narrative and investor judgment. *The Accounting Review*, 32(3), 1-44.
- Herling, L. H. D., Lima, M. V. A., Moritz, G. O., & Marangoni, P. H. (2012). Testando hipótese de eficiência de mercado por meio de redes neurais artificiais: um estudo de caso com as dez principais ações do Ibovespa do primeiro quadrimestre de 2011. *Future Studies Research Journal*, 4(2), 164-186.
- Hofer, A. & Oehler, A. (2014). Analyst recommendations and regulation: Scopes for European policy makers to enhance investor protection. *International Advances in Economic Research*, 20, 369-384.
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the unknowable: the effectiveness of early-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 634-670.
- Hutton, A. M., Lee, L. F., & Shu, S. Z. (2012). Do managers always know better? The relative accuracy of management and analyst forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1217-1244.
- Jana, S. (2016). Effect of Investors' sentiment on Indian Stock Market. *Global Business Review*, 17(5), 1240-1249.
- Kahneman, D. (2003). A perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality. *American Psychologist*, 58(9), 697-720.
- Kahneman, D. (2012). *Rápido e Devagar: duas formas de pensar*. Tradução: Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

- Kartasova, J., Gaspareniene, L., & Remeikiene, R. (2014). Influence of Snake bite effect on investment return rate: Lithuanian Example. *Mykolas Romeris University*, 5(27), 1769-1773.
- Khan, M. T. I., Tan, S. H., & Chong, L. L. (2016). Perception of past portfolio returns, optimism and financial decisions. *Review of Behavioral Finance*, 9(1), 79-98.
- Kimura, H., (2003). Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *Revista de Administração Eletrônica*, 2(1), 1-14.
- Kiyamaz, H., Ozturkkal, B., & Akkemik, K. A. (2016). Behavioral biases of finance professionals: Turkish evidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, 101-111.
- Klein, G., & Shtudiner, Z. (2016). Trust in others: does it affect investment decisions? *Quality & Quantity*, 50, 1949-1967.
- Larrain, A., & Haye, A. (2012). The role of rhetoric in a dialogical approach to thinking. *Journal for the Theory of Social Behaviour*, 42(2), 220-237.
- Leary, M. (2012). *Introduction to behavioral research methods*. (6.ed.), New Jersey: Pearson.
- Lee, H., Tsohou, A., & Choi, Y. (2017). Embedding persuasive features into policy issues: Implications to designing public participation processes. *Government Information Quarterly*, 34, 591-600.
- Lee, T., Yun, T. W. & Haley, E. (2012). The interplay between advertising disclosures and financial knowledge in mutual fund investment decisions. *The Journal of Consumer Affairs*, 46(2), 260-287.
- Lemos, L. V., Lagioia, U. C. T., Santos, J. F., Libonati, J. J., & Silva Filho, L. L. (2014). Mercado de ações: um estudo sobre o interesse do investidor em critérios não financeiros considerados na tomada de decisão. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 6(1), 43-58.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810.
- Licht, R. H. G., Oliveira, P. S. G., & Ventura, V. L. S. (2007). Avaliação do perfil de empreendedores utilizando a teoria dos jogos psicológicos. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 9(24), 31-40.
- Lieberman, M. B., & Asaba, S. (2006). Why do firms imitate each other? *Academy of Management Review*, 31(2), 366-385.
- Lima, D. H. S., Rodrigues, J. M., Silva, C. A. T., & Silva, J. D. G. (2012). Impacto do nível de evidenciação de informações contábeis sobre a precificação de ações no contexto de seleção adversa: uma pesquisa experimental. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(43), 159-175.

- Lima, M. V. (2003). Um estudo sobre Finanças Comportamentais. *RAE-Revista de Administração de empresa Eletrônica*, 2(1), 1-19.
- Machado, A. M. L. S. (1997). O processo de persuasão e o comportamento de persuadir. *Psicologia Ciência e Profissão*, 17(3), 38-34.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. V. (2010). *Fundamentos da metodologia científica*. (7.ed.). São Paulo: Atlas.
- Martin, G. P., Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Bridging finance and behavioral scholarship on agent risk sharing and risk taking. *Academy of Management Perspectives*, 30(4), 349-368.
- Martins, E. (2000). Avaliação de empresas da mensuração contábil a econômica. *Caderno de Estudos FEPECAFI*, 13(24), 28-37.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2007). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.
- Marton, J. (1998). *Accounting and Stock Markets: a study of Swedish Accounting for International investors and Analysts*. Thesis (PhD) in Accounting. Gothenburg University, Gotemburgo, Suécia.
- Morgan, G., & Smircich, L. (1980). The case for qualitative research. *The Academy of Management Review*, 5(4), 491-500.
- Moy, P., & Bosch, B. J. (2013). Theories of public opinion. In P. Cobley & P. J. Schulz. (Ed.). *Theories and models of communication* (Vol.1, pp. 289-308). Berlim: De Guyter Mouton.
- Neuberg, S. L., Kenrick, D. T., & Schaller, M. (2010). Evolutionary social psychology. In S. T. Fiske, D. T. Gilbert, & G. Lindzey. *Handbook of social psychology* (pp. 394-427). New York: Oxford University Press.
- Nguyen, L. T. M., Gallery, G., & Newton, C. (2016). The Influence of Financial Risk Tolerance on Investment Decision-Making in a Financial Advice Context. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(3), 3-22.
- Nigam, R. M., Srivastava, S. & Banwet, D. K. (2018). Behavioral mediators of financial decision making a state-of-art literature review. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 2-41.
- Nishimura, K. G., & Ozaki, H. (2007). Irreversible investment and knightian uncertainty. *Journal Economic Theory*, 136(1), 668-694.
- Nwagbara, U., & Belal, A. (2019). Persuasive language of responsible organization? A critical discourse analysis of corporate social responsibility (CSR) reports of Nigerian oil companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2395-2420.

- Olsen, R. A., & Cox, C. M. (2001). The influence of gender on the perception and response to investment risk: the case of professional investors. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 29-36.
- Otley, D. (1999). Performance management: a framework for management control systems research. *Management Accounting Research*, 10, 363-382.
- Pace, E. S. U., Basso, L. F. C., & Silva, M. A. (2003). Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 37-65.
- Petty, R. E., & Cacioppo, J. T. (1984). The elaboration likelihood model of persuasion. *Advances in Experimental Social Psychology*, 19(4), 123-205.
- Radoc, B. (2018). Case-Based investing: Stock selection under uncertainty. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 53-59.
- Ramos, S. T. C., & Naranjo, E. S. (2014). *Metodologia da investigação científica*. Luanda: Escolar.
- Rasheed, M. H., Rafique, A., Zahid, T. & Akhtar, M. W. (2018). Factors influencing investor's decision making in Pakistan: Moderating the role of locus of control. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 70-87.
- Reames, R. (2016). Seeming and Being in the “Cosmetics” of Sophistry: The Infamous Analogy of Plato’s Gorgias. *Philosophy & Rhetoric*, 49(1), 74-97.
- Resolução n.466, de 12 de dezembro de 2012* (2012). Dispõe sobre a proteção dos participantes das pesquisas científicas envolvendo seres humanos. Ministério da Saúde. Brasília, DF. Recuperado em 20 de março, 2019 de: [https://bvsms.saude.gov.br/bvs/saudelegis/cns/2013/res0466\\_12\\_12\\_2012.html](https://bvsms.saude.gov.br/bvs/saudelegis/cns/2013/res0466_12_12_2012.html).
- Riaz, L., & Hunjra, A. I. (2015). Relationship between psychological factors and investment decision making: The mediating role of risk perception. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 9, 968–981.
- Richardson, R.J. (2015). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. (3.ed.). São Paulo: Atlas.
- Riley, T. J., Semin, G. R., & Yen, A. C. (2014). Patterns of Language Use in Accounting Narratives and Their Impact on Investment-Related Judgments and Decisions. *Behavioral Research in Accounting*, 26(1), 59-84.
- Ritchie, B., & Brindley, C. (2007). An emergent framework for supply chain risk management and performance measurement. *The Journal of the Operational Research Society*, 58(11), 1398-1411.
- Rodrigues, S.V., Garcia, E. A. R., Ximenes, P. K. M., & Moura, H. J. (2015). Uso das informações financeiras para o gerenciamento de títulos de renda variável: perfil dos analistas de investimentos. *Holos*, 31(3), 354-370.

- Roggi, O., & Giannozzi, A. (2015). Fair value disclosure, liquidity risk and stock returns. *Contemporary Economics*, 58, 327-342.
- Rover, S., Wuerges, A. F., Tomazzia, E. C., & Borba, J. A. (2009). Efeito Sunk Costs: O Conhecimento Teórico Influencia no Processo Decisório de Discentes? *BBR Brazilian Business Review*, 6, 247-263.
- Sagarin, B. J., Cialdini, R. B., Rice, W. E., & Serna, S. B. (2002). Dispelling the illusion of invulnerability: The motivations and mechanisms of Resistance to Persuasion. *Journal of Personality and Social Psychology*, 83(3), 526–541.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. D. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. (5. ed.). Porto Alegre: Penso.
- Santos, J. O., & Barros, C. A. S. (2011). O que determina a tomada de decisão financeira: razão ou emoção? *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(38), 7-20.
- Sarwar A., & Afaf, G. (2016). A comparison between psychological and economic factors affeting individual investor's decision-making behavior. *Cogent Business & Management*, 3, 1-18.
- Schroder, D. (2011). Investment under ambiguity with the best and worst in mind. *Mathematics for Economics and Finance*, 4, 107-133.
- Serra, J. P. (2007). *Manual da Teoria da Comunicação*. Covilhã: Labcom.
- Shen, L. (2013). Communication as persuasion. In P.Cobley & P. J. Schulz. (Ed.). *Theories and models of communication* (pp. 257-272). Berlim: De Guyter Mouton.
- Shu, W., & Cheng, C. Y. (2012). How to improve consumer attitudes toward using credit cards online: An experimental study. *Electronic Commerce Research and Applications*, 11, 335–345.
- Smith, M. (2003). *Research methods in accounting*. London: Sage.
- Socea, A. D. (2012). Managerial decision making and financial accounting information. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 58, 47-55.
- Souza, A. (2002). *A persuasão: estratégias da comunicação influente*. Rio de Janeiro: Nordica.
- Sproten, A. N., Diener, C., Fiebach, C. J., & Schwierien, C. (2018). Decision making and age: Factors influencing decision making under uncertainty. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 76, 43-54.
- Tauni, M. Z., Rao, Z. R., Fang, H., Mirza, S. S., Memon, Z. L., & Jebran, K. (2017). Do investor's Big Five personality traits influence the association between information acquisition and stock trading behavior? *China Finance Review International*, 7(4), 450-477.

- Tindale, C. (2013). Models of communicative efficiency. In P. Cobley & P. J. Schulz. (Ed.). *Theories and models of communication* (pp.163-179). Berlin: De Gruyter Mouton.
- Tjosvold, D., Andrews, I. R., & Struthers, J. T. (1991). Power and interdependence in workgroups. *Group and Organization Studies*, 16(3), 285-299.
- Veszteg, R. F., & Funaki, Y. (2018). Monetary payoffs and utility in laboratory experiments. *Journal of Economic Psychology*, 65, 108-121.
- Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wall, H. J., Campbell, C. C., Kaye, L. K., Levy, A., & Bhullar, N. (2019). Personality profiles and persuasion: An exploratory study investigating the role of the Big-5, Type D personality and the Dark Triad on susceptibility to persuasion. *Personality and Individual Differences*, 139, 69-76.
- Warokka, A. (2008). *Ownership structures, capital structure, and firm performance: an analysis of post East Asian financial crisis*. Tese de Doutorado, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, Espanha.
- Westphal, J. D., & Bednar, M. K. (2008). The pacification of Institutional Investors. *Administrative Science Quarterly*, 53, 29-72.
- Winchel, J. (2015). Investor Reaction to the Ambiguity and Mix of Positive and Negative Argumentation in Favorable Analyst Reports. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 973-999.
- Wood, W. (2000). Attitude Change: Persuasion and Social Influence. *Annual Review Psychology*, 51, 539-570.
- Yang, W., & Ju, X. (2012). The research of investment decision-making behavior model under imperfect rationality. *J. Convergence Information Technology*, 7(14), 521-527.
- Yu, L. C., Wu, J. L., Chang, P. C., & Chu, H. S. (2013). Using a contextual entropy model to expand emotion words and their intensity for the sentiment classification of stock market News. *Knowledge-Based Systems*, 41, 89-97.
- Zagalo, N. (2012). Porque jogamos jogos sociais: Mecânicas de persuasão. *Revista de Comunicação e Linguagem*, 42, 1-12.
- Zhang, K. Z. K., Barnes, S. J., Zhao, S. J., & Zhang, H. (2018). Can consumers be persuaded on brand microblogs? An empirical study. *Information & Management*, 55, 1-15.

**APÊNDICE A - Termo de Consentimento Livre e Esclarecido**

Prezado(a) Senhor(a):

Gostaríamos de convidá-lo (a) para participar da pesquisa “**Decisão de investidores em ambientes de incerteza**”, a ser realizada na “*Universidade Estadual do Paraná*”. Sua participação é muito importante e ela se dará da seguinte forma: escolher um investimento em diferentes opções. Esclarecemos que sua participação é totalmente voluntária, podendo o (a) senhor (a) recusar-se a participar, ou mesmo desistir a qualquer momento, sem que isto acarrete qualquer ônus ou prejuízo à sua pessoa. Esclarecemos, também, que suas informações serão utilizadas somente para os fins desta pesquisa e serão tratadas com o mais absoluto sigilo e confidencialidade, de modo a preservar a sua identidade, portanto, *as folhas utilizadas na coleta das informações ficarão sob os cuidados do pesquisador*.

Esclarecemos ainda, que o(a) senhor(a) não pagará e nem será remunerado(a) por sua participação.

Quanto aos riscos, *entendemos que nesta pesquisa os riscos são mínimos, uma vez que a coleta de dados será realizada por meio de optar por um investimento entre algumas opções, entretanto, caso ocorra algum tipo de desconforto o participante será prontamente atendido e amparado pelo pesquisador, o qual se responsabiliza pela assistência integral aos participantes da pesquisa no que se refere às complicações e danos decorrentes da pesquisa*.

Caso o(a) senhor(a) tenha dúvidas ou necessite de maiores esclarecimentos poderá nos contatar (**Cleber Broietti, Cel: (43) 99112-8073, cleberbroietti@gmail.com**) ou procurar o Comitê de Ética em Pesquisa Envolvendo Seres Humanos da Universidade Estadual de Londrina, situado junto ao LABESC – Laboratório Escola, no Campus Universitário, telefone (43) 3371-5455, e-mail: cep268@uel.br.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 201\_.

---

**Assinatura do Aluno**

## APÊNDICE B – Questionário Inicial

### QUESTIONÁRIO INICIAL

1. Qual sua idade?

\_\_\_\_\_

2. Identidade de Gênero:

Feminino  Masculino

Outros \_\_\_\_\_

3. Estado Civil:

Casado(a)  Solteiro(a)

Separado (a)  Divorciado(a)

Viúvo (a)

4. Você tem filhos:

Não  Sim, Quantos? \_\_\_\_\_

5. A maior parte dos seus estudos (Fundamental e Médio) foi em escola:

Pública.  Particular.

6. Você atualmente está trabalhando?

Sim  Não

7. Profissão

\_\_\_\_\_.

8. Há quanto tempo atua no mercado de trabalho:

\_\_\_\_\_.

9. Renda Familiar:

Até R\$ 1.996,00.

De R\$ 1.996,01 a R\$ 4.990,00.

De R\$4.990,01 a R\$ 9.980,00.

De R\$9.980,01 a R\$19.960,00.

Acima de R\$19.960,01.

10. Como você classificaria seu conhecimento sobre aplicações financeiras:

Nenhum  Pouco

Razoavelmente  Conheço bem

Conheço muito

11. Fez algum curso específico sobre o mercado financeiro ou investimentos

não

sim

Quantos: \_\_\_\_\_

12. Selecione os tipos de aplicações financeiras que você já realizou:

Poupança

Aplicação em CDB ou RDB

Previdência Privada

Tesouro Direto

Bolsa de Valores

Outros: \_\_\_\_\_

Nunca apliquei

13. Você pretende investir no mercado de bolsas de valores no futuro?

Sim

Não, prefiro investimentos mais seguros

Já invisto ou já investi

## APÊNDICE C – Experimento

### PESQUISA

#### CENÁRIO n.º 1

#### INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

#### 1º MOMENTO (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

#### Manipulação da variável argumento persuasivo

##### A) Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462	39	485	41
Patrimônio Líquido	10.229	9.534	10.789	10.056

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	44,80	71,00	65,00

##### B) Relatórios dos Analistas Financeiros

#### **Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 piores que o ano de 2017. Ao contrário do que era esperado, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido 15%. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

#### **Empresa GAMA** (Com persuasão)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros inferiores ao ano de 2017, apesar de ter ocorrido um aumento de 15% nos lançamentos de novos produtos, o valor das ações recuou. Certamente essa queda não é o que esperávamos da



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação da variável argumento persuasivo

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	39,0	29,2	41,0	30,7
Patrimônio Líquido	9.534	8.962	10.056	9.453

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	44,80	41,00	65,00	59,43

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

Apesar do fraco desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019, ocasionado principalmente pela oscilação da moeda estrangeira, espera-se que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Espera-se que ocorra crescimento no preço final da ação para o próximo trimestre. Deixa-se como ponto de alerta o cenário macroeconômico ainda desafiador no mercado interno, com inflação e baixo crescimento.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

Considerando o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados inferiores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Porém continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados mais robustos e nossa expectativa é positiva para o desempenho da empresa no segundo trimestre de 2019. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

1) Marque sua opção de investimento.

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1   2   3   4   5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e ambiente de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	29,2	21,9	30,7	23,0
Patrimônio Líquido	8.962	8.424	9.453	8.886

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	41,00	37,52	59,43	54,34

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de risco)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados piores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta da queda nas vendas em 10% para o mercado interno. Apesar da queda no volume de venda supõe-se um padrão de recuperação mais saudável no futuro. Espera-se para o próximo trimestre que ocorra aumento no valor das ações em aproximadamente 5%.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de ambiguidade)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de 2019. Esperamos que a empresa reverta o quadro dos trimestres anteriores e assim recomendamos a compra das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



## CENÁRIO n.º 2

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação da variável argumento persuasivoA) Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	485,1	485,0	509,2
Patrimônio Líquido	10.229	10.740	10.789	11.328

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	51,45	71,00	74,55

B) Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 melhores que o ano de 2017. Como o esperado, o aumento no preço de venda unitário dos produtos durante o ano de 2018 sustentou os resultados. A empresa Ômega tende a continuar sendo beneficiada pelo cenário econômico atual. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento maior no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo devido às melhorias em todos os indicadores, apesar do ambiente doméstico desafiador. Com nossa experiência acreditamos que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e esperamos também que as ações valorizem ainda mais, tendo em vista a



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação da variável argumento persuasivo

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	485,1	509,4	509,2	534,7
Patrimônio Líquido	10.740	11.277	11.328	11.895

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	51,45	54,02	74,55	78,28

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega apresentou um bom desempenho no primeiro trimestre de 2019, espera-se que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre. Espera-se para o próximo trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações. Deixa-se como ponto de alerta o cenário macroeconômico ainda desafiador no mercado interno, com inflação e baixo crescimento.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores acreditamos que a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e esperamos também que as ações valorizem entre 5% e 7%. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia.

1) Marque sua opção de investimento.

( ) Empresa Ômega

( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e ambiente de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	509,4	534,8	534,7	561,4
Patrimônio Líquido	11.277	11.841	11.895	12.489

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	54,02	56,72	78,28	82,19

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de risco)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre ocorra aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações em aproximadamente 6%.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de ambiguidade)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou melhora nos indicadores com relação ao trimestre anterior. Continuamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de cada ano. Esperamos que a empresa apresente resultados ainda melhores para o próximo trimestre e assim recomendamos a compra ou manutenção das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

( ) Empresa Ômega

( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



## CENÁRIO n.º 3

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação da variável ambiente de incertezaA) Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	39,0	485,0	41,0
Patrimônio Líquido	10.229	9.534	10.789	10.056

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	44,80	71,00	65,00

B) Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (cenário de risco)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 piores que o ano de 2017. Ao contrário do que era esperado, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido 15%. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA** (cenário de ambiguidade)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros inferiores ao ano de 2017, apesar de ter ocorrido um aumento nas vendas com os lançamentos de novos produtos, o valor das ações recuou. Certamente essa queda não era esperada, no entanto acredita-se que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação da variável ambiente de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	39,0	29,2	41,0	30,7
Patrimônio Líquido	9.534	8.962	10.056	9.453

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	44,80	41,00	65,00	59,43

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (cenário de risco)

Apesar do desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019 ter sido abaixo do esperado, continuamos otimista e esperamos que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Esperamos que ocorra crescimento no preço final da ação de 5% para o próximo trimestre. Assim recomendamos a compra ou a manutenção das ações da empresa.

**Empresa GAMA** (cenário de ambiguidade)

Considerando o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados inferiores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Porém continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados mais robustos e nossa expectativa é positiva para o desempenho da empresa no segundo trimestre de 2019. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

1) Marque sua opção de investimento.

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e ambiente de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	29,2	21,9	30,7	23,0
Patrimônio Líquido	8.962	8.424	9.453	8.886

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	41,00	37,52	59,43	54,34

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de ambiguidade)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados piores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta da queda nas vendas para o mercado interno. Apesar da queda no volume de venda supõe-se um padrão de recuperação mais saudável no futuro. Espera-se para o próximo trimestre que ocorra aumento no valor das ações.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de risco)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de 2019. Esperamos que a empresa reverta o quadro dos trimestres anteriores e que as ações valorizem em 6%, assim recomendamos a compra das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



## CENÁRIO n.º 4

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação da variável ambiente de incertezaDados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	485,1	485,0	509,2
Patrimônio Líquido	10.229	10.740	10.789	11.328

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	51,45	71,00	74,55

Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (cenário de risco)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 melhores que o ano de 2017. Como o esperado, o aumento no preço de venda unitário dos produtos em 15% durante o ano de 2018 sustentou os resultados. A empresa Ômega tende a continuar sendo beneficiada pelo cenário econômico atual. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento de 5% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA** (cenário de ambiguidade)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo devido às melhorias em todos os indicadores, apesar do ambiente doméstico desafiador. Espera-se que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e também que as ações valorizem ainda mais, tendo em vista a mudança de foco da companhia em expandir seus negócios.



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

#### Manipulação da variável ambiente de incerteza

##### Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	485,1	509,4	509,2	534,7
Patrimônio Líquido	10.740	11.277	11.328	11.894

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	51,45	54,02	74,55	78,28

#### Relatórios dos Analistas Financeiros

##### **Empresa ÔMEGA** (cenário de risco)

A empresa Ômega apresentou um bom desempenho no primeiro trimestre de 2019, esperamos que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre. Com nossa experiência acreditamos que para o próximo trimestre de 2019 ocorra um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações. Deixa-se como ponto de alerta o cenário macroeconômico ainda desafiador no mercado interno, com inflação e baixo crescimento. Desse modo recomendamos a compra ou a manutenção das ações dessa companhia, principalmente pela expectativa da valorização no preço das ações.

##### **Empresa GAMA** (cenário de ambiguidade)

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores acreditamos que a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e esperamos também que as ações valorizem. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

1) Marque sua opção de investimento.

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e ambiente de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	509,4	534,8	534,7	561,4
Patrimônio Líquido	11.277	11.841	11.894	12.489

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	54,02	56,72	78,28	82,19

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de ambiguidade)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre ocorra aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de risco)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou melhora nos indicadores com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de cada ano. Esperamos que a empresa apresente valorização no valor das ações em torno de 6% para o próximo trimestre e assim recomendamos a compra ou manutenção das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



## CENÁRIO n.º 5

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação da variável desempenho da empresaDados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	439,0	485,0	<u>509,2</u>
Patrimônio Líquido	10.229	9.717	10.789	<u>11.328</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	46,55	71,00	<u>74,55</u>

Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA**

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 piores que o ano de 2017. Ao contrário do que era esperado, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido 15%. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA**

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo principalmente pela redução dos custos em 10% o que ocasionou melhorias em todos os indicadores. Espera-se que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e também que as ações valorizem entre 5% e 7%, tendo em vista a mudança de foco da companhia em expandir seus negócios.



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

### Manipulação da variável desempenho da empresa

#### Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	439,0	416,9	509,2	<u>534,7</u>
Patrimônio Líquido	9.717	9.231	11.328	<u>11.895</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	46,55	44,22	74,55	<u>78,28</u>

### Relatórios dos Analistas Financeiros

#### **Empresa ÔMEGA**

Apesar do desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019 ter sido abaixo do esperado, continuamos otimista e esperamos que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Esperamos que ocorra crescimento no preço final da ação de 5% para o próximo trimestre. Assim recomendamos a compra ou a manutenção das ações da empresa.

#### **Empresa GAMA**

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores, pois a mesma apresenta potencial de crescimento dos lucros e esperamos também que as ações valorizem 5%. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia.

1) Marque sua opção de investimento.

( ) Empresa Ômega

( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1    2    3    4    5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	416,9	437,7	534,7	508,0
Patrimônio Líquido	9.231	9.692	11.895	11.300

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	44,22	46,43	78,28	74,36

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre ocorra aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações em aproximadamente 7%.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de 2019. Esperamos que a empresa reverta o quadro do trimestre anterior e que as ações valorizem em 7%, assim recomendamos a compra das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)



## CENÁRIO n.º 6

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação da variável desempenho da empresaDados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	439,0	485,0	<u>509,2</u>
Patrimônio Líquido	10.229	9.717	10.789	<u>11.328</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	46,55	71,00	<u>74,55</u>

Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA**

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 piores que o ano de 2017. Ao contrário do que era esperado, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA**

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo principalmente pela redução dos custos o que ocasionou melhorias em todos os indicadores. Espera-se que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e também que as ações valorizem, tendo em vista a mudança de foco da companhia em expandir seus negócios.



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

#### Manipulação da variável desempenho da empresa

##### Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	439,0	416,9	509,2	<u>534,7</u>
Patrimônio Líquido	9.717	9.231	11.328	<u>11.895</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	46,55	44,22	74,55	<u>78,28</u>

#### Relatórios dos Analistas Financeiros

##### **Empresa ÔMEGA**

Apesar do desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019 ter sido abaixo do esperado, continuamos otimista e esperamos que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Esperamos que ocorra crescimento no preço final da ação para o próximo trimestre. Assim recomendamos a compra ou a manutenção das ações da empresa.

##### **Empresa GAMA**

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores acreditamos que a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

1) Marque sua opção de investimento.

( ) Empresa Ômega

( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	416,9	437,8	534,7	507,9
Patrimônio Líquido	9.231	9.692	11.895	11.300

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	44,22	46,43	78,28	74,36

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de 2019. Esperamos que a empresa reverta o quadro do trimestre anterior e assim recomendamos a compra das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



## CENÁRIO n.º 7

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e desempenho da empresaDados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	439,0	485,0	<u>509,2</u>
Patrimônio Líquido	10.229	9.717	10.789	<u>11.328</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	46,55	71,00	<u>74,55</u>

Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 piores que o ano de 2017. Ao contrário do que era esperado, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido 15%. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo principalmente pela redução de 5% dos custos o que ocasionou melhorias em todos os indicadores. Com nossa experiência acreditamos que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e também que as ações valorizem entre 5% a 10%, tendo em vista a mudança de



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	439,0	416,9	509,2	<u>534,7</u>
Patrimônio Líquido	9.717	9.231	11.328	<u>11.895</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	46,55	44,22	74,55	<u>78,28</u>

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão)

Apesar da queda no desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019, espera-se que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Espera-se que ocorra crescimento no preço final da ação para o próximo trimestre. Deixa-se como ponto de alerta o cenário macroeconômico ainda desafiador no mercado interno, com inflação e baixo crescimento.

**Empresa GAMA** (Com persuasão)

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores acreditamos que a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e esperamos também que as ações valorizem. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

1) Marque sua opção de investimento.

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo, e desempenho da empresa e cenário de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	416,9	<u>437,7</u>	534,7	508,0
Patrimônio Líquido	9.231	<u>9.692</u>	11.895	11.300

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	44,22	<u>46,43</u>	78,28	74,36

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Com persuasão e cenário de risco)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Ômega S/A apresentou melhora nos indicadores com relação ao trimestre anterior. Estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do segundo semestre de cada ano. Esperamos que a empresa apresente valorização no valor das ações em torno de 6% para o próximo trimestre e assim recomendamos a compra ou manutenção das ações desta companhia.

**Empresa GAMA** (Sem persuasão e cenário de ambiguidade)

A empresa Gama S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados piores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta da queda nas vendas para o mercado interno. Apesar da queda no volume de venda supõe-se um padrão de recuperação mais saudável no futuro. Espera-se para o próximo trimestre que ocorra aumento no valor das ações.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama



## CENÁRIO n.º 8

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação das variáveis: Cenário de incerteza e desempenho da empresaDados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	<u>485,1</u>	485,0	460,7
Patrimônio Líquido	10.229	<u>10.740</u>	10.789	10.250

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	<u>51,45</u>	71,00	67,45

Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (Cenário de risco)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 melhores que o ano de 2017. Como o esperado, o aumento no preço de venda unitário dos produtos em 15% durante o ano de 2018 sustentou os resultados. A empresa Ômega tende a continuar sendo beneficiada pelo cenário econômico atual. Espera-se para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento de 5% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio.

**Empresa GAMA** (Cenário de ambiguidade)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros inferiores ao ano de 2017, apesar de ter ocorrido um aumento nas vendas com os lançamentos de novos produtos, o valor das ações recuou. Certamente essa queda não era esperada, no entanto acredita-se que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e também que as ações valorizem, tendo em vista a mudança de foco da companhia em expandir seus negócios.



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	485,1	460,8	460,7	<u>483,8</u>
Patrimônio Líquido	10.740	10.203	10.250	<u>10.762</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	51,45	48,88	67,45	<u>70,82</u>

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Cenário de risco)

Apesar da queda no desempenho da empresa Ômega S/A no primeiro trimestre de 2019, espera-se que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre e que, portanto possa apresentar melhores resultados. Espera-se que ocorra crescimento no preço final da ação para o próximo trimestre entre 2% a 10%. Deixa-se como ponto de alerta o cenário macroeconômico ainda desafiador no mercado interno, com inflação e baixo crescimento.

**Empresa GAMA** (Cenário de ambiguidade)

Mesmo com o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados melhores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. A empresa está em reestruturação o que pode contribuir para o aumento na rentabilidade. Acredita-se que a empresa conseguirá apresentar resultados ainda melhores e que as ações valorizem para o próximo trimestre de 2019.

- 1) Marque sua opção de investimento.
  - ( ) Empresa Ômega
  - ( ) Empresa Gama
  
- 2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante):
 

1   2   3   4   5
  
- 3) Qual o principal motivo da sua escolha?
  - ( ) Informações Financeiras



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo, e desempenho da empresa e cenário de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	460,8	483,9	483,8	459,6
Patrimônio Líquido	10.203	10.713	10.762	10.224

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	48,88	51,32	70,82	67,28

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de risco)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre ocorra aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações em aproximadamente 5%.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de ambiguidade)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar a partir do terceiro semestre de 2019. Esperamos que a empresa reverta o quadro dos trimestres anteriores e assim recomendamos a compra das ações desta companhia.

1) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

2) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5

3) Qual o principal motivo da sua escolha?



## CENÁRIO n.º 9

## INFORMAÇÕES PARA O INVESTIMENTO

Nesta pesquisa você desempenhará o papel de um investidor disposto a fazer aplicações no mercado de ações. Na sequência são apresentadas algumas informações financeiras e relatórios de analistas financeiros de duas empresas (Ômega e Gama). Você decidirá em qual empresa investir em três momentos, o primeiro acontece em Janeiro de 2019, o segundo momento em Abril de 2019 e o terceiro em Julho de 2019.

Com base nas informações abaixo analise cada uma das empresas e decida em qual investir.

**1º MOMENTO** (Considere que você esteja em Janeiro 2019).

Abaixo são apresentadas informações financeiras dos anos de 2017 e 2018, das empresas Ômega e Gama. E na sequência os relatórios dos analistas financeiros de cada uma das empresas:

Manipulação das variáveis: Cenário de incerteza e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Lucro Líquido	462,0	439,0	485,0	<u>509,2</u>
Patrimônio Líquido	10.229	9.717	10.789	<u>11.328</u>

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/17	31/12/18	31/12/17	31/12/18
Preço da ação	49,00	46,55	71,00	<u>74,55</u>

C) Relatórios dos Analistas Financeiros**Empresa ÔMEGA** (Cenário de risco)

A empresa Ômega S/A apresentou resultados no ano de 2018 menores que o ano de 2017. Ao contrário do que esperávamos, a empresa mostrou resultados bem abaixo das expectativas, embora o volume de vendas tenha crescido 15%. O aumento nos custos operacionais ocasionados principalmente pela oscilação da moeda estrangeira gerou o baixo desempenho do período, como consequência houve redução do lucro. Com nossa experiência esperamos para o primeiro trimestre de 2019 um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações devido a capacidade da nova administração em dirigir o negócio. Recomendamos a compra das ações da companhia.

**Empresa GAMA** (Cenário de ambiguidade)

No ano de 2018 a Empresa Gama S/A apresentou resultados financeiros maiores ao ano de 2017. O resultado da empresa foi positivo principalmente pela redução dos custos o que ocasionou melhorias em todos os indicadores. Com nossa experiência esperamos que no próximo trimestre a empresa apresente potencial de crescimento dos lucros e



**2º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram três meses e que você esteja em Abril de 2019).

Após o primeiro trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: Cenário de incerteza e desempenho da empresa

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Lucro Líquido	439,0	<u>460,9</u>	509,2	483,7
Patrimônio Líquido	9.717	<u>10.203</u>	11.328	10.762

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/12/18	31/03/19	31/12/18	31/03/19
Preço da ação	46,55	<u>48,88</u>	74,55	70,82

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Cenário de risco)

A empresa Ômega apresentou um bom desempenho no primeiro trimestre de 2019, esperamos que gradualmente a empresa alcance os objetivos traçados para o segundo trimestre. Com nossa experiência acreditamos que para o próximo trimestre de 2019 ocorra um crescimento entre 2% a 10% no preço das ações. Desse modo recomendamos a compra ou a manutenção das ações dessa companhia, principalmente pela expectativa da valorização no preço das ações.

**Empresa GAMA** (Cenário de ambiguidade)

Considerando o cenário desafiador, a empresa Gama apresentou resultados inferiores aos esperados no primeiro trimestre de 2019. Porém continuamos confiantes com a empresa, principalmente com a reestruturação pela qual a mesma está passando. Com nossa experiência acreditamos que a empresa conseguirá apresentar resultados mais robustos e nossa expectativa é positiva para o desempenho da empresa no segundo trimestre de 2019. Desse modo recomendamos a compra de ações desta companhia, pois esperamos crescimento significativo no preço da ação.

5) Marque sua opção de investimento.

( ) Empresa Ômega

( ) Empresa Gama

6) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

1 2 3 4 5



**3º MOMENTO** (Após realizar a escolha da empresa investida, considere que se passaram mais três meses e que você esteja em julho de 2019).

Após o segundo trimestre do ano de 2019, foram apresentadas novas informações financeiras e novos relatórios de analistas financeiros das empresas Ômega e Gama.

Manipulação das variáveis: argumento persuasivo, e desempenho da empresa e cenário de incerteza

Dados Financeiros

R\$ milhões	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Lucro Líquido	460,9	<u>484,0</u>	483,7	459,5
Patrimônio Líquido	10.203	<u>10.713</u>	10.762	10.223

Ações (em R\$)	Ômega		Gama	
	31/03/19	30/06/19	31/03/19	30/06/19
Preço da ação	48,88	<u>51,32</u>	70,82	67,28

Relatórios dos Analistas Financeiros

**Empresa ÔMEGA** (Sem persuasão e cenário de ambiguidade)

A empresa Ômega S/A no segundo trimestre de 2019 apresentou resultados melhores que o primeiro trimestre. Isso aconteceu por conta do aumento nas vendas para o mercado interno. Espera-se para o próximo trimestre aumento nos lucros, pois a empresa pretende diminuir o custo com matéria prima, também supõe-se que ocorra aumento no valor das ações.

**Empresa GAMA** (Com persuasão e cenário de risco)

No segundo trimestre de 2019 a empresa Gama S/A apresentou um ritmo mais lento nas vendas com relação ao trimestre anterior. Entretanto estamos esperançosos com o cenário a curto prazo, uma vez que as vendas historicamente tendem a aumentar em mais de 20% a partir do segundo semestre de 2019. Esperamos que a empresa tenha valorização das ações em torno de 5% e desde modo recomendamos a compra das ações desta companhia.

5) Marque sua opção:

- ( ) Empresa Ômega  
( ) Empresa Gama

6) Marque o grau de convicção com relação a sua decisão. Sendo 5 (totalmente confiante) e 1 (nada confiante)

