



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

Vanessa Martins Valcanover

**Das Finanças Comportamentais às Finanças Sociais:** análise da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e seus impactos sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição

Florianópolis  
2023

Vanessa Martins Valcanover

**Das Finanças Comportamentais às Finanças Sociais:** análise da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e seus impactos sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do título de Doutora em Administração.

Orientador: Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Jr., Dr.

Coorientadora: Profa. Kelmara Mendes Vieira, Dra.

Florianópolis

2023

Valcanover, Vanessa Martins

Das Finanças Comportamentais às Finanças Sociais : análise da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e seus impactos sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição / Vanessa Martins Valcanover ; orientador, Newton Carneiro Affonso da Costa Jr, coorientadora, Kelmara Mendes Vieira, 2023.

158 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-Graduação em Administração, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Administração. 2. Finanças sociais. 3. Tolerância ao risco financeiro. 4. Efeito disposição. 5. Modelagem de equações estruturais. I. Costa Jr, Newton Carneiro Affonso da. II. Vieira, Kelmara Mendes. III. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Administração. IV. Título.

Vanessa Martins Valcanover

**Das Finanças Comportamentais às Finanças Sociais:** análise da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e seus impactos sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição

O presente trabalho em nível de Doutorado foi avaliado e aprovado, em 22 de novembro de 2023, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Profa. Ani Caroline Grigion Potrich, Dra.  
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Leander Luiz Klein, Dr.  
Universidade Federal de Santa Maria

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

Insira neste espaço a  
assinatura digital

Coordenação do Programa de Pós-Graduação

Insira neste espaço a  
assinatura digital

Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Jr., Dr.  
Orientador

Florianópolis, 2023.

Dedico esta Tese à minha tia, Gilcélia Martins Silva, que nos deixou em 2019, meu primeiro ano de Doutorado.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus e a Santa Rita de Cássia, por guiarem meus passos na caminhada da vida e permitirem com que eu chegasse até o final do Doutorado em Administração. Agradeço aos meus pais, por sempre me incentivarem a priorizar os estudos, e ao meu irmão, que tem acompanhado cada uma das fases da sua irmã caçula. Agradeço ao meu namorado, Marcos, pelo suporte emocional desde a fase de qualificação até a defesa da Tese. O seu apoio foi fundamental para a conclusão desta etapa, e eu escrevo, com certeza, que você mudou a minha vida.

Agradeço ao Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Junior, meu orientador, por ter norteado esta pesquisa e confiado em mim nesses mais de 4 anos de Doutorado. Em especial, declaro minha gratidão à Profa. Kelmara Mendes Vieira, coorientadora deste trabalho, pelos ensinamentos e pela amizade. Suas palavras de incentivo me impediram de desistir do Doutorado. Ainda, agradeço aos professores da banca avaliadora, Ani, Leander e Sergio, pelas contribuições valiosas que permitiram o aperfeiçoamento de minha Tese.

Agradeço aos meus amigos da vida acadêmica, Alison, Angelica, Michele, Luci e Rosa, com os quais compartilhei tanto momentos de alegria quanto de insegurança; e à Gabi, minha amiga e vizinha, que me acompanhou até ao hospital em um sábado à noite, quando eu passava por uma crise de ansiedade. Agradeço ao meu psicólogo, que tantas vezes ouviu meus lamentos relacionados ao Doutorado. Também agradeço imensamente aos meus colegas de trabalho da Universidade Federal de Santa Maria – Campus Frederico Westphalen, que me acolheram e acompanharam de perto minha luta para finalizar o Doutorado.

Por fim, às mais de quinhentas pessoas que reservaram um tempo de suas vidas para responderem ao instrumento de coleta de dados desta Tese: vocês têm minha gratidão eterna.

Muito obrigada!

## RESUMO

Finanças sociais é um novo paradigma em finanças que busca analisar como as interações sociais afetam os resultados econômicos, reconhecendo que os indivíduos observam uns aos outros e interagem entre si. A influência social que surge dessas interações impacta a tomada de decisão dos indivíduos em seus investimentos, sendo fundamental para compreender como as informações e os sentimentos são transmitidos no mercado de capitais. Ademais, um dos intuitos das finanças sociais é compreender como certos comportamentos dos investidores podem ser motivados pelas interações sociais entre os agentes. Assim, esta pesquisa teve como objetivo principal analisar as relações entre os construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Os objetivos específicos incluíram: construir e validar uma escala para avaliação do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, considerando como fatores formadores a aprendizagem social e a utilidade social; avaliar os comportamentos de tolerância ao risco financeiro e efeito disposição dos investidores brasileiros; e elaborar um modelo integrado que detectasse os efeitos do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição. Para isso, conduziu-se uma pesquisa tipo *survey* com 518 investidores individuais de todo o Brasil, que responderam a um questionário estruturado. As técnicas de análise de dados envolveram a análise fatorial exploratória, análise fatorial confirmatória e modelagem de equações estruturais, com a avaliação de duas hipóteses. Em sua maioria, os respondentes da pesquisa eram do sexo masculino, tinham entre 28 e 42 anos, haviam concluído uma pós-graduação e possuíam nível elevado de renda, tendo nenhum ou apenas um dependente. A escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal foi validada, sendo composta por cinco itens da dimensão aprendizagem social e sete itens da dimensão utilidade social. Os principais resultados da pesquisa indicaram que os investidores possuíam nível muito baixo de suscetibilidade à influência interpessoal em suas decisões de investimento, sugerindo que são nada ou muito pouco suscetíveis à influência de seus pares quando o assunto é investimentos financeiros. Ademais, a amostra apresentou níveis razoáveis de tolerância ao risco financeiro e de efeito disposição. Quanto ao modelo integrado, identificou-se que a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal impacta de maneira significativa e negativa tanto no nível de tolerância ao risco financeiro quanto de efeito disposição dos indivíduos, o que garantiu a não rejeição das duas hipóteses. O estudo foi capaz de demonstrar que, pelas dimensões da aprendizagem social e da utilidade social, a influência interpessoal pode auxiliar os investidores a reduzirem os níveis de risco em suas decisões financeiras, tendo mais segurança em seus investimentos, e a atenuar preconceitos comportamentais, como aquele relacionado à não negociação de investimentos com valor em queda.

**Palavras-chave:** Finanças sociais; suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal; tolerância ao risco financeiro; efeito disposição; modelagem de equações estruturais.

## ABSTRACT

Social finance is a new paradigm in finance that aims to analyze how social interactions affect economic outcomes, recognizing that individuals observe and interact with each other. The social influence that arises from these interactions impacts individuals' decision-making in their investments, being fundamental to understand how information and feelings are transmitted in the capital market. Furthermore, one of the purposes of social finance is to understand how certain investor behaviors can be motivated by social interactions between agents. Thus, the main objective of this research was to analyze the relationships between the constructs investors' susceptibility to interpersonal influence, financial risk tolerance and disposition effect. Specific objectives involved: build and validate a scale to assess the level of investors' susceptibility to interpersonal influence, considering social learning and social utility as formative factors; evaluate the financial risk tolerance and disposition effect behaviors of Brazilian investors; and develop an integrated model that would detect the effects of investors' level of susceptibility to interpersonal influence on financial risk tolerance and on the disposition effect. To this end, a survey research was conducted with 518 individual investors from all over Brazil, who responded to a structured questionnaire. Data analysis techniques involved exploratory factor analysis, confirmatory factor analysis and structural equation modeling, with the evaluation of two hypotheses. Most of the survey respondents were male, aged between 28 and 42, had completed a postgraduate degree and had a high level of income, with none or just one dependent. The investors' susceptibility to interpersonal influence scale was validated, consisting of five items from the social learning dimension and seven items from the social utility dimension. The main results of the research indicated that investors had a very low level of susceptibility to interpersonal influence in their investment decisions, suggesting that they are not at all or very little susceptible to the influence of their peers when it comes to financial investments. Furthermore, the sample showed reasonable levels of financial risk tolerance and disposition effect. Regarding the integrated model, it was identified that the investors' susceptibility to interpersonal influence had a significant and negative impact on both the level of financial risk tolerance and the disposition effect of individuals, which guaranteed the non-rejection of the two hypotheses. The study was able to demonstrate that, through the dimensions of social learning and social utility, interpersonal influence can help investors reduce risk levels in their financial decisions, having more security in their investments, and mitigate behavioral prejudices, such as that related to not trading investments with falling value.

**Keywords:** Social finance; investors' susceptibility to interpersonal influence; financial risk tolerance; disposition effect; structural equation modeling.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo estrutural e hipóteses de pesquisa .....	56
Figura 2 – Histograma do nível de experiência autodeclarado dos participantes da pesquisa .....	81
Figura 3 – Modelos inicial e final do fator aprendizagem social .....	92
Figura 4 – Modelos inicial e final do fator utilidade social.....	94
Figura 5 – Modelo inicial do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	96
Figura 6 – Modelo final do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	98
Figura 7 – Histogramas dos indicadores aprendizagem social, utilidade social e suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	101
Figura 8 – Modelos inicial e final do fator propensão ao risco financeiro .....	104
Figura 9 – Modelos inicial e final do fator atitude ao risco financeiro .....	105
Figura 10 – Modelos inicial e final do fator conhecimento sobre risco financeiro ....	106
Figura 11 – Modelos inicial e final do fator capacidade de risco financeiro .....	107
Figura 12 – Modelo inicial do construto tolerância ao risco financeiro .....	109
Figura 13 – Modelo final do construto tolerância ao risco financeiro.....	111
Figura 14 – Histogramas dos indicadores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro, capacidade de risco financeiro e tolerância ao risco financeiro.....	113
Figura 15 – Modelo inicial e final do fator efeito disposição (escala).....	115
Figura 16 – Modelo inicial e final do fator efeito disposição (cenários) .....	116
Figura 17 – Histograma do indicador efeito disposição.....	117
Figura 18 – Modelo integrado final .....	120

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Síntese do instrumento de pesquisa .....	64
Quadro 2 – Síntese das técnicas de análise dos dados.....	75
Quadro 3 – Classificação dos investidores quanto ao seu nível de suscetibilidade à influência interpessoal nos investimentos .....	100

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das questões-filtro .....	67
Tabela 2 – Distribuição amostral dos respondentes por estado.....	67
Tabela 3 – Perfil dos respondentes pelas variáveis sexo, idade, grau de escolaridade e ocupação.....	76
Tabela 4 – Perfil de renda dos respondentes pelas variáveis renda mensal própria bruta, renda mensal familiar bruta e dependentes financeiros .....	78
Tabela 5 – Perfil de investimento dos respondentes pelas variáveis perfil autodeclarado, produtos na carteira de investimentos, e se acompanha influenciadores digitais e grupos em redes sociais da área de investimentos .....	79
Tabela 6 – Perfil de investimento dos respondentes pelo nível de experiência autodeclarado.....	82
Tabela 7 – Estatísticas descritivas do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	83
Tabela 8 – Estatísticas descritivas do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais .....	85
Tabela 9 – Estatísticas descritivas dos itens do construto tolerância ao risco financeiro .....	87
Tabela 10 – Estatísticas descritivas dos itens do construto Efeito Disposição.....	89
Tabela 11 – Cargas rotacionadas e índices de confiabilidade da AFE .....	91
Tabela 12 – Índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente dos fatores de primeira ordem aprendizagem social e utilidade social .....	92
Tabela 13 – Teste de validade discriminante entre os fatores aprendizagem social e utilidade social.....	95
Tabela 14 – Índices de ajuste do modelo de segunda ordem suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	97
Tabela 15 – Média, mediana e desvio-padrão dos Indicadores aprendizagem social, utilidade social e suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal .....	101
Tabela 16 – Distribuição da amostra por nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....	102

Tabela 17 – Índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente dos fatores de primeira ordem propensão ao risco financeiro, atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro.....	103
Tabela 18 – Teste de validade discriminante entre os fatores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro.....	108
Tabela 19 – Índices de ajuste do modelo de segunda ordem tolerância ao risco financeiro.....	110
Tabela 20 – Média, mediana e desvio-padrão dos indicadores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro, capacidade de risco financeiro e tolerância ao risco financeiro. ....	113
Tabela 21 – Índices de ajuste dos modelos de efeito disposição.....	114
Tabela 22 – Média, mediana e desvio-padrão do indicador efeito disposição .....	117
Tabela 23 – Índices de ajuste dos modelos integrados inicial e final .....	118
Tabela 24 – Correlações incluídas no modelo integrado final.....	119
Tabela 25 – Síntese dos resultados encontrados para as hipóteses de pesquisa ..	123

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>15</b>
1.1	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA.....	19
1.2	OBJETIVOS.....	21
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo Geral</b> .....	<b>21</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos Específicos</b> .....	<b>21</b>
1.3	JUSTIFICATIVA.....	22
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	25
<b>2</b>	<b>INFLUÊNCIA SOCIAL EM DECISÕES DE INVESTIMENTO</b> .....	<b>26</b>
2.1	INFLUÊNCIA DAS INTERAÇÕES SOCIAIS: DA PSICOLOGIA ATÉ A ECONOMIA E AS FINANÇAS.....	26
2.2	DIMENSÕES PELAS QUAIS A INFLUÊNCIA SOCIAL AFETA AS DECISÕES DE INVESTIMENTO.....	31
<b>2.2.1</b>	<b>Aprendizagem social</b> .....	<b>32</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Utilidade social</b> .....	<b>35</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Como mensurar as dimensões da influência social?</b> .....	<b>38</b>
2.3	PRINCIPAIS GRUPOS SOCIAIS ONDE INTERAÇÕES SIGNIFICATIVAS COSTUMAM OCORRER.....	41
<b>2.3.1</b>	<b>Os pares: Família, vizinhos, amigos e colegas de trabalho</b> .....	<b>41</b>
<b>2.3.2</b>	<b>A internet, as interações sociais e seu efeito sobre os investimentos</b> .....	<b>44</b>
2.4	AS INTERAÇÕES SOCIAIS E SUA RELAÇÃO COM A TOLERÂNCIA AO RISCO FINANCEIRO E O EFEITO DISPOSIÇÃO.....	46
<b>2.4.1</b>	<b>Tolerância ao risco financeiro</b> .....	<b>47</b>
<b>2.4.2</b>	<b>Efeito disposição</b> .....	<b>51</b>
<b>3</b>	<b>HIPÓTESES DE PESQUISA</b> .....	<b>54</b>
<b>4</b>	<b>MÉTODO</b> .....	<b>57</b>
4.1	ESTRATÉGIA E DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	57
4.2	INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS.....	57
<b>4.2.1</b>	<b>Questões-filtro</b> .....	<b>58</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal</b> .....	<b>58</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Tolerância ao risco financeiro</b> .....	<b>61</b>
<b>4.2.4</b>	<b>Efeito disposição</b> .....	<b>62</b>
<b>4.2.5</b>	<b>Perfil de investimento</b> .....	<b>63</b>

4.2.6	<b>Perfil socioeconômico e demográfico .....</b>	<b>63</b>
4.2.7	<b>Síntese do instrumento de pesquisa.....</b>	<b>64</b>
4.3	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	65
4.4	ASPECTOS ÉTICOS .....	68
4.5	TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS .....	69
4.5.1	<b>Estatísticas descritivas .....</b>	<b>69</b>
4.5.2	<b>Análise fatorial exploratória.....</b>	<b>69</b>
4.5.3	<b>Análise fatorial confirmatória e modelagem de equações estruturais.....</b>	<b>70</b>
4.5.4	<b>Síntese das técnicas de análise dos dados.....</b>	<b>75</b>
5	<b>ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....</b>	<b>76</b>
5.1	PERFIL DA AMOSTRA.....	76
5.2	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS CONSTRUTOS ESTUDADOS.....	82
5.3	VALIDAÇÃO DOS CONSTRUTOS ESTUDADOS.....	90
5.3.1	<b>Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....</b>	<b>90</b>
5.3.1.1	<i>Construção do indicador de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.....</i>	<i>99</i>
5.3.2	<b>Tolerância ao Risco Financeiro .....</b>	<b>103</b>
5.3.2.1	<i>Construção do indicador tolerância ao risco financeiro.....</i>	<i>112</i>
5.3.3	<b>Efeito disposição .....</b>	<b>114</b>
5.3.3.1	<i>Construção do indicador efeito disposição.....</i>	<i>116</i>
5.4	MODELO INTEGRADO .....	118
6	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>124</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>129</b>
	<b>APÊNDICE A – RELAÇÃO DE AUTORES CONSULTADOS PARA O DESENVOLVIMENTO DOS ITENS DA ESCALA DE SUSCETIBILIDADE DOS INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL.....</b>	<b>141</b>
	<b>APÊNDICE B – COEFICIENTE DE VALIDADE DE CONTEÚDO PARA OS ASPECTOS CLAREZA DE LINGUAGEM, RELEVÂNCIA PRÁTICA, PERTINÊNCIA TEÓRICA E AVALIAÇÃO QUANTO À QUAL DIMENSÃO PERTENCE CADA ITEM.....</b>	<b>143</b>
	<b>APÊNDICE C – INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS .....</b>	<b>145</b>
	<b>APÊNDICE D – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO .....</b>	<b>153</b>

<b>APÊNDICE E – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO SUSCETIBILIDADE DOS INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL PELA ABORDAGEM ORIGINAL .....</b>	<b>155</b>
<b>APÊNDICE F – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO SUSCETIBILIDADE DOS INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL PELA ABORDAGEM DE INFLUENCIADORES DIGITAIS E REDES SOCIAIS.....</b>	<b>156</b>
<b>APÊNDICE G – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO TOLERÂNCIA AO RISCO FINANCEIRO.....</b>	<b>157</b>
<b>APÊNDICE H – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO EFEITO DISPOSIÇÃO.....</b>	<b>158</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O paradigma emergente das finanças sociais examina o impacto das interações sociais nos resultados econômicos, partindo do princípio de que as pessoas se observam e interagem mutuamente (HIRSHLEIFER, 2020). Esta abordagem propõe um avanço teórico, pois tanto o paradigma das finanças tradicionais, baseado na racionalidade dos agentes e na Teoria da Utilidade Esperada (BARBERIS; THALER, 2003; YOSHINAGA; RAMALHO, 2014), quanto o das finanças comportamentais, que questiona a racionalidade dos agentes, apoiando-se na Teoria do Prospecto e nos conceitos de heurísticas e vieses (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979), não consideram as possíveis interações entre os indivíduos/agentes (HIRSHLEIFER, 2020).

Desde a década de 1980, numerosos estudos têm explorado o impacto de mecanismos sociais nas decisões financeiras, destacando conceitos como influência social, efeitos de comunidade, efeitos de rede, imitação, conformidade, aprendizagem observacional, *herding* ou *peer effects* (KAUSTIA; KNÜPFER, 2012). É importante destacar o conceito de *herding* (efeito manada), que se refere à similaridade comportamental resultante da interação direta ou indireta entre indivíduos (SHILLER; POUND, 1989; SCHARFSTEIN; STEIN, 1990; BANERJEE, 1992; ZITSEWITZ, 2005; BERNHARDT; CAMPELLO; KUTSOATI, 2006; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008). Outro conceito relevante é o de *peer effects*, que diz respeito aos efeitos das interações sociais com familiares, vizinhos, amigos e colegas de trabalho, influenciando decisões financeiras (DUFLO; SAEZ, 2002; HONG; KUBIK; STEIN, 2004; BROWN et al., 2008; HELLSTRÖM; ZETTERDAHL; HANES, 2013; BURSZTYN et al., 2014; GEORGARAKOS; HALIASSOS; PASINI, 2014; HEIMER, 2014; LI, 2014; LIEBER; SKIMMYHORN, 2018; BALTAKYS et al., 2019; MATURANA; NICKERSON, 2019; RANTALA, 2019; ARRONDEL et al., 2022; BALAKINA et al., 2022).

Em artigo publicado em 1990, Kilduff (1990) afirmou que as comparações sociais afetam decisivamente o comportamento e as atitudes individuais, todavia, o campo de pesquisa sobre tomada de decisão se mantinha silencioso quanto ao efeito das influências sociais sobre as decisões financeiras. Na época, não havia uma nomenclatura dentro dos estudos em finanças que abrangesse esses conceitos e suas particularidades. David Hirshleifer, ao publicar o artigo *Behavioral Finance* no periódico *Annual Review of Financial Economics* (HIRSHLEIFER, 2015) formaliza o



conceito de finanças sociais como um novo paradigma a ser considerado. É importante ressaltar que o termo *social finance*, no sentido abordado neste estudo, diferencia-se do conceito apresentado por Nicholls, Paton e Emerson (2015), em que *social finance* se refere ao estudo do capital alocado a projetos e organizações que têm como prioridade estratégica trazer resultados positivos para o contexto social no qual estão inseridos.

Em várias situações, as pessoas são influenciadas pelo comportamento dos demais: desde decidir quais restaurantes frequentar, até em quem votar (BANERJEE, 1992). Isso também ocorre em situações financeiras, nas quais os indivíduos tomam como parâmetro as atitudes de seus pares, motivados tanto pela (a) aprendizagem social quanto pela (b) utilidade social (BURSZTYN et al., 2014). Conforme Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1998), existe uma influência que resulta do processamento racional de informações adquiridas pela observação dos demais, denominada de aprendizagem social ou observacional, o que Hoffmann e Broekhuizen (2009) chamam de influência informacional. Já Kuchler e Stroebel (2020) definem a aprendizagem social como uma interação direta, não apenas observacional, indicando que as redes sociais ou os pares (amigos, familiares e colegas), servem como fonte imparcial de informações, formando um canal de aprendizagem. Nesse sentido, a aprendizagem social pode ajudar a reduzir custos fixos de ingresso no mercado de ações (HEIMER, 2014).

Em relação à utilidade social, Brown et al. (2008) sugerem que o prazer de discutir investimentos com amigos e colegas pode influenciar a compra de ativos financeiros, ideia corroborada por Bursztyn et al. (2014), que reconhecem a discussão com pares como um fator motivador. Este comportamento também pode ser chamado de influência normativa (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009). Ademais, muitos indivíduos adotam o comportamento de investimento de seus pares por preocupação com seu nível de consumo relativo, para mostrar que estão no mesmo patamar de *status* que os demais, conceito conhecido como “*keep up with the Joneses*” (BURSZTYN et al., 2014); e para não sofrerem do “*fear of missing out*” (medo de ficar de fora) de uma estratégia de investimento atrativa (KUCHLER; STROEBEL, 2020). Enfim, a utilidade social pode incluir a compra de ativos financeiros não apenas com base no retorno esperado, mas também no capital social que esses investimentos podem gerar, como a possibilidade de discussão com amigos ou a percepção de estar alinhado com o status do grupo.

Tanto a aprendizagem social quanto a utilidade social podem resultar no comportamento de manada, estado generalizado em que os indivíduos reproduzem as decisões de investimento dos outros sem considerar seus próprios conhecimentos e informações (SCHARFSTEIN; STEIN, 1990; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008). Isto pode levar um grupo de investidores, seguindo uma tendência, a negociar grandes quantidades de determinado ativo, ocasionando a volatilidade excessiva de seus preços e a formação de bolhas especulativas no mercado (SHILLER, 2000), sendo ainda mais comum no contexto atual, em que a internet e as mídias sociais possibilitaram a muitas pessoas o ingresso nos mercados financeiros e a rápida disseminação de informações (BIZZI; LABBAN, 2019). Por outro lado, Balakina et al. (2022) concluíram que as interações sociais pelas redes sociais podem fornecer bons conselhos sobre investimentos, resultando em carteiras de investimento de melhor qualidade.

Apesar de muitos estudos terem tratado sobre como a influência que emerge das interações sociais afeta as decisões financeiras individuais e os mercados como um todo, verifica-se que não há unanimidade na literatura quanto à maneira mais adequada de investigar essas relações, sendo utilizadas as mais diversas fontes de dados e estratégias de pesquisa. Por exemplo, é possível identificar a predominância do uso de análises de regressão com dados secundários sobre o histórico de investimentos de indivíduos, levantados por *surveys* governamentais ou conduzidas por instituições especializadas (HONG; KUBIK; STEIN, 2004; IVKOVIĆ; WEISBENNER, 2007; BROWN et al., 2008; HELLSTRÖM; ZETTERDAHL; HANES, 2013; GEORGARAKOS; HALIASSOS; PASINI, 2014; HEIMER, 2014; LI, 2014; CHANGWONY; CAMPBELL; TABNER, 2015; GAO; FOK, 2015; LIANG; GUO, 2015; FERNÁNDEZ-LÓPEZ; REY-ARES; VIVEL-BÚA, 2018; ZHANG et al., 2018; BALTAKYS et al., 2019; MATURANA; NICKERSON, 2019; MYLONIDIS; OIKONOMOU, 2021; ARRONDEL et al., 2022; BALAKINA et al., 2022).

Nesses casos, a interação social geralmente é inferida com base na localização geográfica através do *zip code* (CEP), para agrupar pessoas da mesma cidade ou comunidade (HONG; KUBIK; STEIN, 2005; IVKOVIĆ; WEISBENNER, 2007; BROWN et al., 2008; KAUSTIA; KNÜPFER, 2012; HEIMER, 2016; BALTAKYS et al., 2019; MATURANA; NICKERSON, 2019). Todavia, analisar a comunicação entre os investidores desta maneira dá margem para outras interpretações: o comportamento similar pode ser atribuído aos pares que consomem as mesmas

fontes de informação, como jornais ou noticiário (HONG; KUBIK; STEIN, 2005). Lu e Tang (2015) reforçam a crítica, afirmando que o uso da localização geográfica pode incluir populações ou áreas grandes demais, o que acabaria por diluir o efeito real da comunicação entre os pares.

Por outro lado, evidências de estudos experimentais indicam que as decisões financeiras de indivíduos são influenciadas por seus pares (DUFLO; SAEZ, 2002; BURSZTYN et al., 2014; DELFINO; MARENGO; PLONER, 2016; LIEBER; SKIMMYHORN, 2018; AMBUEHL et al., 2018; RAHAYU; ROHMAN; HARTO, 2021; ZAKHAROV; BONDARENKO, 2021; DAS; BANERJEE, 2023; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023). Segundo Soetevent (2006) e Lieber e Skimmyhorn (2018), apesar dos experimentos serem relevantes para entender os mecanismos por trás dos efeitos sociais, eles não abordam as interações e efeitos que ocorrem em um contexto natural, já que o ambiente é manipulado pelos pesquisadores. Mesmo que as pessoas se comportem seguindo a informação transmitida por seus pares como resultado do experimento, é possível que elas não ajam assim no cotidiano, pois, sem a intervenção do pesquisador, as informações geralmente são mais custosas de se obter (LIEBER; SKIMMYHORN, 2018).

Já o método *survey*, que emprega instrumentos de pesquisa do tipo questionário, aparece em menor frequência na análise da influência social em decisões financeiras, como em Shiller e Pound (1989), Hoffmann e Broekhuizen (2009), Bursztyn et al. (2014) e Bizzi e Labban (2019). Hoffmann e Broekhuizen (2009) destacam-se por serem os primeiros a adaptar e aplicar a escala de Suscetibilidade dos Consumidores à Influência Interpessoal de Bearden, Netemeyer e Teel (1989) no contexto das decisões de investimento, mostrando sua aplicabilidade para categorias de produtos menos conspícuos e visíveis, já que esta geralmente é utilizada para produtos visíveis, como carros, vestuário e cosméticos. Vale ressaltar que a medida em que as informações sociais afetam as decisões dos indivíduos depende da sua suscetibilidade à influência interpessoal (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009), ou seja, do quão vulneráveis as pessoas são à influência de outras pessoas. Originalmente, a escala é multidimensional, formada pelos construtos Influência Informacional e Influência Normativa (BEARDEN et al., 1989), sendo possível verificar que a literatura de comportamento do consumidor e do *marketing* pode ser aplicada no campo das finanças (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009), particularmente das finanças sociais.

Demais estudos citados não avançaram no desenvolvimento de escalas para mensurar, de maneira multidimensional, como e o quanto os investidores são influenciados por seus pares em suas escolhas de investimentos, geralmente questionando diretamente os respondentes sobre quem ou o quê teria despertado sua atenção para tomar certas decisões de investimento (SHILLER; POUND, 1989; BIZZI; LABBAN, 2019). Verifica-se que o método *survey* carece de maior aprimoramento, de forma a saber qual a melhor maneira de abordar os participantes e como questioná-los sobre suas relações interpessoais e o efeito dessas em suas decisões financeiras.

Assim, este estudo busca avançar no uso do método *survey* e almeja a construção e validação de uma escala que mesure o quanto as decisões de investimento dos indivíduos são influenciadas pelas interações sociais com seus pares - colegas, amigos, familiares, influenciadores digitais e interações pela internet, considerando as dimensões apontadas na literatura: aprendizagem social e utilidade social. A criação da escala encontra suporte em Hoffmann e Broekhuizen (2009) e incorpora questões levantadas na área de finanças sociais (BIKHCHANDANI; HIRSHLEIFER; WELCH, 1998; BROWN et al., 2008; BURSZTYN et al., 2014; BIZZI; LABBAN, 2019; HIRSHLEIFER, 2020; KUCHLER; STROEBEL, 2020). Para isso, será utilizada a técnica multivariada da Modelagem de Equações Estruturais (MEE), que combina características da análise fatorial e da regressão múltipla, possibilitando a análise simultânea de uma série de relações de dependência inter-relacionadas entre variáveis medidas e construtos latentes e entre vários construtos latentes (BYRNE, 2016; SCHUMACKER; LOMAX, 2016; HAIR et al., 2019).

## 1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA

Como demonstrado anteriormente, a literatura sinalizou a importância das interações sociais na tomada de decisões financeiras individuais, tanto em investimentos financeiros (SHILLER; POUND, 1989; HONG; KUBIK; STEIN, 2004; 2005; BROWN et al., 2008; BURSZTYN et al., 2014; LI, 2014; OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019) quanto em planejamento para aposentadoria (DUFLO; SAEZ, 2002; LU; TANG, 2015). Tais decisões têm, em comum, o fato de serem tomadas em um contexto de risco e incerteza, e entender o efeito dos pares sobre decisões envolvendo riscos é relevante para compreender a tomada de decisão econômica e financeira (COOPER; REGE, 2011; AHERN; DUCHIN; SHUMWAY,

2014; BROWNE et al., 2021). Desta forma, surge o interesse de compreender quais os possíveis efeitos da influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro dos indivíduos, definida como a quantidade máxima de incerteza que um indivíduo está disposto a assumir ao tomar uma decisão financeira (GRABLE, 2000).

Diversos estudos analisaram a relação de causa e efeito entre os construtos, porém, não chegaram a um consenso se a influência dos pares ocasiona o aumento ou redução do nível de tolerância ao risco financeiro dos indivíduos (ZHU et al., 2012; BALSÀ; GANDELMAN; GONZÁLEZ, 2015; LAHNO; SERRA-GARCIA, 2015; LEVY; LEVY, 2015; LU; TANG, 2015; OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019; APESTEGUIA; OECHSSLER; WEIDENHOLZER, 2020; BROWNE et al., 2021; KLOCKE et al., 2022; LEI; SALAZAR, 2022; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023; PRUIJSSERS et al., 2023). Por exemplo, Zhu et al. (2012) perceberam maior nível de risco nas decisões de negociação de investidores participantes em comunidades on-line, enquanto Ostrovsky-Berman e Litwin (2019) concluíram que um maior nível de tolerância ao risco pode ser motivado pela observação do comportamento financeiro de pares de confiança do indivíduo. Já Pruijssers et al. (2023) mostraram que aspirantes à atuação no mercado financeiro que são inclinados ao risco podem ter tal característica atenuada por pressões da influência social.

Por outro lado, um dos temas de interesse das finanças sociais é a investigação da transmissão social das heurísticas e vieses, que são o núcleo das finanças comportamentais (AKCAY; HIRSHLEIFER, 2020). Segundo os autores Akcay e Hirshleifer (2020), indivíduos que atuam no mercado financeiro utilizam heurísticas e estratégias de aprendizagem, estando suscetíveis a vieses de julgamento, e essas disposições são afetadas pelos traços culturais que as pessoas adotam umas das outras – crenças éticas, religiosas, políticas e financeiras, como estratégias de investimentos e propensão à poupança. Desta forma, verifica-se a existência da lacuna de compreender como a influência interpessoal pode funcionar como condutora de certos vieses comportamentais. Nesta tese, propõe-se a análise de como o efeito disposição pode ser impactado pela influência interpessoal.

O efeito disposição consiste na tendência dos investidores em vender rapidamente ações “vencedoras”, cujo valor está crescendo, ao passo que mantêm por mais tempo ações “perdedoras”, cujo valor está em queda (SHEFRIN; STATMAN, 1985). Na literatura, não há consenso se as interações sociais aumentam ou reduzem o efeito disposição (RAU, 2015; HEIMER, 2016; PELSTER; GONZALEZ, 2016;

PRATES; DA COSTA JR.; DOROW, 2017; HO, 2018; GEMAYEL; PREDA, 2018; JIN; LI; ZHU, 2021; DANBOLT; ESHRAGHI; LUKAS, 2022; JABR; RAI, 2022). Para Heimer (2016), os investidores possuem o desejo de passarem uma imagem positiva para seus pares, o que os levaria a realizar apenas transações que geram ganhos. Todavia, Jin et al. (2021) argumentam que as interações sociais entre investidores ajudariam a reduzir o efeito disposição, pois auxiliam na obtenção de informações: investidores bem-informados encerrariam uma posição de perdas mais rápido, tendo menor efeito disposição, enquanto investidores desinformados hesitariam em decidir, mantendo tal posição por um período longo (JIN et al., 2021).

Diante do exposto, esta tese visa responder o seguinte problema de pesquisa: *Qual o efeito da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição?*

## 1.2 OBJETIVOS

Na sequência, são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos da pesquisa.

### 1.2.1 Objetivo Geral

Analisar as relações entre os construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Construir e validar uma escala para avaliação do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, considerando como fatores formadores a aprendizagem social e a utilidade social;
- b) Avaliar os comportamentos de tolerância ao risco financeiro e efeito disposição dos investidores brasileiros;
- c) Elaborar um modelo integrado que detecte os efeitos do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

Esta pesquisa se justifica visto que as interações sociais são um mecanismo muito importante para o processo de obtenção de informações financeiras, uma vez que os indivíduos não aprendem instantaneamente sobre as oportunidades econômicas (DUFLO; SAEZ, 2002). Segundo Hirshleifer (2015), analisar as interações sociais entre as pessoas pode ajudar a compreender como as heurísticas se formam e como os sentimentos dos investidores mudam, a ponto de causar bolhas financeiras e crises. Assim, as finanças sociais podem oferecer *insights* essenciais e serem um “descendente” digno para as finanças comportamentais (HIRSHLEIFER, 2015). Sob essa afirmação, esta tese busca avançar em termos teóricos no ramo das finanças sociais, ao propor uma forma abrangente e padronizada para mensurar o efeito da influência interpessoal sobre as decisões de investimento dos indivíduos, que incorpora conceitos importantes da literatura e pode ser replicada em diferentes contextos.

Trabalhos anteriores sobre o tema, como Brown et al. (2008), Kaustia e Knüpfer (2012) e Hellström, Zetterdahl e Hanes (2013) trataram dessa relação a partir de dados secundários de investimento de um grande conjunto de investidores, porém sem conseguir mensurar diretamente as relações entre esses indivíduos. Como afirmado por Hong, Kubik e Stein (2005), trabalhar com a proximidade geográfica não permite atribuir interpretações exclusivamente à disseminação de informações entre os pares. Enquanto isso, métodos experimentais podem apresentar resultados que não refletem o dia-a-dia dos participantes, já que são conduzidos em ambientes controlados (LIEBER; SKIMMYHORN, 2018). Isso justificaria, por exemplo, a criação de uma escala na qual os indivíduos são questionados diretamente sobre essa relação. Ao incluir o efeito integrado da influência interpessoal em investimentos sobre os vieses comportamentais, pode-se trazer contribuições também para temas comuns às finanças comportamentais, como a tolerância ao risco em investimentos e o efeito disposição (AKCAY; HIRSHLEIFER, 2020; HIRSHLEIFER, 2020).

Ao se analisar o histórico de pesquisas sobre a influência das interações sociais nas decisões de investimento individuais, verifica-se que a maioria dos estudos foram conduzidos nos Estados Unidos, especialmente os primeiros sobre o tema (SHILLER; POUND, 1989; DUFLO; SAEZ, 2002; HONG; KUBIK; STEIN, 2004; BROWN et al., 2008; HEIMER, 2014; LIEBER; SKIMMYHORN, 2018; MATURANA;

NICKERSON, 2019; LEI; SALAZAR, 2022). Destaca-se, também, pesquisas realizadas na Europa, como na Alemanha (BROWNE et al., 2021; BALAKINA et al., 2022), França (ARRONDEL et al., 2022; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023), Suécia (HELLSTRÖM; ZETTERDAHL; HANES, 2013), Holanda (GEORGARAKOS; HALIASSOS; PASINI, 2014), Finlândia (KAUSTIA; KNÜPFER, 2012; BALTAKYS et al., 2019) e Reino Unido (GEMAYEL; PREDAL, 2018); e na Ásia, como na China (JIN; LI; ZHU, 2021) e em Taiwan (HO, 2018).

Todavia, em relação às pesquisas desenvolvidas na América do Sul, foram encontradas apenas dois estudos brasileiros, ambos experimentos, de Bursztyn et al. (2014), que analisaram os efeitos dos pares sobre a decisão de investir em uma ação, e Prates, Da Costa Jr. e Dorow (2017), que verificaram as diferenças de aversão ao risco e efeito disposição para decisões individuais e em grupo. Desta forma, percebe-se a oportunidade de ampliar e atualizar o debate sobre os efeitos da influência dos pares no comportamento de investimento dos brasileiros, principalmente pela quantidade crescente de indivíduos que têm ingressado no mundo dos investimentos no país. Em 2013, o número de investidores pessoa física na bolsa de valores brasileira era de menos de 1 milhão, ao passo que, em julho de 2022, este número já era de mais de 5 milhões de investidores pessoa física (FERREIRA; LI; NOSSIG, 2022).

Ademais, estudar como a influência interpessoal afeta as decisões de investimento contribui para a explicação de como certos movimentos inesperados ocorrem nos mercados. O caso de hiper valorização das ações da GameStop, que em quinze dias passaram de US\$ 40 para US\$ 400, ocorrido em 2021, ilustra como a “aposta” de um grupo de pequenos investidores pela internet pode se alastrar pelo mercado, já que a valorização é atribuída ao crescimento das plataformas de negociação e das redes sociais. Neste caso, é possível que, para muitos dos participantes do movimento, o prazer de fazer parte daquele grupo de investimento era muito maior que o atribuído aos ganhos financeiros (THE ECONOMIST, 2021), refletindo o consumo conjunto e o desejo de conversar a respeito do investimento com seus pares, tal como afirmaram Bursztyn et al. (2014). No mercado de ações, Escobar e Pedraza (2023) destacam, ainda, que investidores experientes costumam ser seletivos em sua comunicação, divulgando apenas as negociações mais favoráveis. Isto atrai novos investidores para o mercado, os quais passam a negociar mais ativamente e de forma especulativa e obtêm resultados ruins em seus investimentos.



Os efeitos dos pares se estendem para as criptomoedas, principalmente para o Bitcoin, que em 2010 era negociado a US\$ 0.6, chegando a valer cerca de US\$ 20,000 em dezembro de 2017, fenômeno associado ao efeito da comunicação entre diferentes pessoas pelas redes sociais, onde a interação é frequente e as informações se espalham no “boca a boca” em uma velocidade rápida (BIZZI; LABBAN, 2019). Nesse sentido, Meyer et al. (2023) ressaltam a forte influência que influenciadores digitais da área de criptoativos exercem sobre seu público, levando ao contágio emocional. Ainda, destaca-se que as interações sociais podem promover uma maior tomada de risco, levando à redução de riqueza e bem-estar (HEIMER, 2016), externalidade negativa que não deve ser negligenciada por políticas governamentais; e podem levar os indivíduos a ingressarem em atividades arriscadas que prometem retornos rápidos, como esquemas de pirâmide, em que todos os fluxos de caixa advêm de novos investidores, e nenhum lucro é gerado por negociações ou investimentos reais (RANTALA, 2019).

Por outro lado, as interações com os pares podem ser benéficas para os indivíduos. Zhao et al. (2015) concluíram que tanto informações sobre escolhas detalhadas de alguns indivíduos como sobre escolhas agregadas da multidão ajudam idosos a corrigirem erros em suas decisões financeiras, auxiliando-os a tomarem menos risco; enquanto Jin, Li e Zhu (2021) sugeriram um papel positivo das plataformas sociais de investimento, que permite a interação entre investidores, auxiliando na tomada de melhores decisões e reduzindo o efeito disposição. Já Balakina et al. (2022) demonstraram que os indivíduos apresentam maior tendência de investir em fundos quando seus pares “conselheiros” também investem, melhorando a diversificação de seus investimentos. Isso vai contra, por exemplo, o estudo de Escobar e Pedraza (2023), que ressaltou que o investimento ativo e especulativo em ações costuma se difundir facilmente entre os pares.

A partir dessas constatações, pode-se afirmar que esta tese avança também em termos práticos, pois conhecer como as relações entre os pares e a disseminação de informações financeiras entre os grupos, seja pessoalmente ou através da internet, afetam as decisões de investimento tem potencial para auxiliar na criação de políticas governamentais que impeçam os investidores com pouca experiência ou conhecimento de ingressarem em estratégias de investimento potencialmente prejudiciais. Ainda, os resultados da pesquisa podem ajudar os investidores a compreenderem os vieses que permeiam tanto a si mesmos quanto as informações

que recebem, permitindo que eles sejam capazes de filtrá-los em suas decisões, tomando, então, decisões mais acertadas.

#### 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta tese está estruturada em seis capítulos. O primeiro deles consiste nesta introdução, formada pela contextualização da pesquisa, problema, definição dos objetivos e justificativa do estudo. O segundo capítulo apresenta o referencial teórico, abordando a literatura que trata do efeito da influência social sobre as decisões de investimento dos indivíduos. No terceiro capítulo, tem-se as hipóteses de pesquisa e sua fundamentação. Já no quarto capítulo, é apresentado o método, com a estratégia e delimitação da pesquisa, população e amostra analisadas, instrumento de coleta dos dados e técnicas de análise. O quinto capítulo apresenta a análise e discussão dos resultados alcançados na pesquisa, com a validação dos construtos estudados e elaboração do modelo integrado, enquanto o sexto capítulo apresenta as considerações finais do estudo.

## 2 INFLUÊNCIA SOCIAL EM DECISÕES DE INVESTIMENTO

Neste capítulo, é apresentado o referencial teórico relacionado à influência das interações sociais e seu efeito sobre decisões de investimento, de forma a dar suporte teórico e empírico para o desenvolvimento da pesquisa. O referencial teórico está dividido em quatro partes. Na primeira delas, aborda-se o histórico dos estudos sobre interações sociais e sua influência no comportamento dos indivíduos pela abordagem da psicologia, até sua inclusão como um tema de pesquisa em economia e finanças, que veio a dar origem às “finanças sociais”. Na segunda parte, identifica-se os mecanismos pelos quais a influência social afeta as decisões de investimento individuais. Na terceira parte, são apresentados os principais grupos onde a influência social costuma ocorrer: a família, os amigos, os colegas de trabalho e, também, as interações pela internet. Por fim, relaciona-se a influência social em decisões de investimento com o efeito disposição e a tolerância ao risco financeiro.

### 2.1 INFLUÊNCIA DAS INTERAÇÕES SOCIAIS: DA PSICOLOGIA ATÉ A ECONOMIA E AS FINANÇAS

As interações sociais entre seres humanos há muito tempo vêm sendo estudadas por áreas como a psicologia e a sociologia. Seja como consequência da pressão dos pares, da crença nas decisões da maioria, como parâmetro para avaliar as próprias competências ou como forma de aumentar conhecimentos, o ser humano desenvolve disposições comportamentais baseadas em suas relações com os outros. Segundo Knoke e Kuklinski (1982), ao se analisar as interações e redes sociais, é essencial assumir que qualquer agente faz parte de um sistema social envolvendo muitos outros agentes, que se tornam ponto de referência nas decisões uns dos outros.

O psicólogo social Solomon Asch (1952) se destaca no estudo das relações sociais por abordar a pressão que os pares exercem sobre o comportamento humano. Alguns de seus experimentos consistiam em analisar a reação de indivíduos inseridos em grupos de 7 a 9 pessoas, onde todos eram cúmplices do pesquisador menos os indivíduos (participantes) em questão, e lhes era apresentado um conjunto de linhas para que indicassem qual delas era a maior, sendo a resposta óbvia (ASCH, 1952). Todos os cúmplices do pesquisador deram por unanimidade uma resposta errada,

fato que fez, em um terço das vezes, os participantes cederem e darem as mesmas respostas erradas dadas pelos cúmplices. Nesse contexto, os participantes avaliados frequentemente apresentaram traços de ansiedade ou angústia, indicando que o medo de ser visto como diferente ou tolo perante o grupo tinha influenciado sua resposta.

A imitação ou mudança de opinião dos indivíduos não se justificam apenas pela pressão dos pares. Deutsch e Gerard (1955) realizaram um experimento inspirado no estudo de Asch (1952), em que participantes eram alocados em grupos de pessoas que não conheciam, e poderiam observar as respostas dadas pelo grupo apenas através de um sinal eletrônico. Os autores concluíram que a atitude dos participantes em mudarem suas respostas ao perceberem que eram discordantes da maioria do grupo se devia aos indivíduos não conseguirem crer que todos os colegas de grupo estavam equivocados (DEUTSCH; GERARD, 1955). De acordo com os autores, estudos como o de Asch (1952) se detiveram apenas na chamada "influência social normativa", influência que os indivíduos sofrem para atender às expectativas positivas de outrem. Todavia, a pesquisa de Deutsch e Gerard (1955) se diferenciou por incorporar a "influência social informacional", influência gerada por aceitar informações obtidas de outrem como evidências sobre a realidade.

As interações sociais entre indivíduos podem, além de causar a mudança de opiniões, servir como parâmetro para a autoavaliação. Evidencia-se o trabalho do psicólogo Leon Festinger (1954), o qual apresentou uma teoria sobre como interações entre indivíduos servem como base para que avaliem as próprias opiniões e habilidades e como ocorrem os processos de influência de opinião nos grupos sociais. Conforme o autor, a autoavaliação de opiniões e habilidades pelos indivíduos só pode ser feita através da comparação com outras pessoas, agindo como um impulso para que pertençam a grupos, e o sentimento subjetivo de que suas competências são adequadas frente aos demais gera satisfação pessoal (FESTINGER, 1954).

Ademais, o autor destaca que pessoas tendem a participar de grupos que possuem opiniões e habilidades próximas das suas e se afastam quando essas características são muito diferentes das suas. Ressalta-se que, quando opiniões sobre determinado assunto são muito discrepantes dentro de um grupo, os membros costumam influenciar uns aos outros e até mudar a própria opinião para garantir a homogeneidade de posicionamentos. Esta suposição se diferencia das apresentadas por Asch (1952) e Deutsch e Gerard (1955), sendo a mudança de posicionamento

atribuída ao desejo da preservação do grupo. Segundo Festinger (1954), a tendência de seletividade para se unir a grupos, junto com o processo de influência que surge quando existem discrepâncias nos grupos, permite verificar similaridade de opiniões e habilidades entre pessoas que se associam umas às outras.

As interações sociais também podem servir para o aprendizado dos indivíduos, em que observam as ações uns dos outros. Segundo Campbell (1963), as pessoas apresentam “atitudes sociais adquiridas”, modos de agir diante de situações específicas, sendo a observação da experiência de outros indivíduos um dos meios para adquirir essas atitudes. Por exemplo, um indivíduo pode aprender a partir da observação das respostas de outra pessoa a determinados estímulos de um ambiente ao qual ela está acostumada, como observar alguém andando por um labirinto o qual este alguém já decorou. O observador consegue aprender a andar pelo labirinto pela mera imitação das ações do observado, adquirindo uma disposição comportamental.

Ainda, é possível aprender com a observação dos resultados das explorações de outro indivíduo em um ambiente desconhecido, como uma criança que observa outra tomando um choque em um objeto e desenvolve uma disposição comportamental de evasão. Este tipo de aprendizagem é extremamente importante para animais sociais: mesmo que o “explorador” não sobreviva à experiência, o observador pode vir a adquirir uma disposição adaptativa a partir da tentativa e erro do explorador (CAMPBELL, 1963). A tendência de imitar ou evitar ações alheias é uma adaptação evolucionária que garantiu a sobrevivência de centenas de gerações, por permitir que os indivíduos tirassem vantagem de informações que foram duramente conquistadas por outros (BIKHCHANDANI; HIRSHLEIFER; WELCH, 1998). Assim, verifica-se que tratar os indivíduos em uma situação de isolamento social seria impedi-los de obter parâmetros para avaliar se suas habilidades e opiniões são suficientes (FESTINGER, 1954) ou se seu comportamento é a maneira mais adequada de agir em um ambiente desconhecido (CAMPBELL, 1963).

Ao analisarem o comportamento humano e as redes sociais estabelecidas, Knoke e Kuklinski (1982) ressaltam que é preciso diferenciar os atributos dos indivíduos das relações que se desenvolvem entre eles. Atributos, como renda e idade, são qualidades que pertencem às pessoas em separado das relações com outros ou com o contexto. Esses indivíduos também apresentam relações, que não são características de pessoas isoladas, mas uma propriedade resultante da ligação entre elas, como a amizade entre colegas e o comprometimento entre membros de

uma família. De acordo com os autores, uma análise baseada apenas em atributos, ignorando o contexto socio estrutural em que as pessoas estão situadas, perde muito de seu potencial explicativo. Então, o avanço do conhecimento científico social requer combinações de ambos os tipos de informações e a criação de métodos de medição e análise capazes de agregá-los (KNOKE; KUKLINSKI, 1982).

Os estudos apresentados nos parágrafos anteriores advêm do campo da psicologia, servindo como pilar para a análise das interações sociais e de sua influência sobre o comportamento humano. Porém, este tema foi incorporado também em pesquisas de outras áreas, como a economia e finanças. Segundo Knoke e Kuklinski (1982), a economia tradicional assume que os agentes tomam decisões sem considerar o comportamento de outros agentes: ao analisar a tomada de decisão com base na maximização da utilidade, geralmente são ignorados os contextos sociais nos quais os agentes estão inseridos. Este é um pressuposto que Duesenberry (1950) criticou ao sugerir a inclusão da influência social no campo da teoria do comportamento do consumidor. Conforme o autor, é relevante que esta teoria não considere simplesmente que a decisão de consumo individual é independente das ações dos demais, exceto quando essas ações afetam os preços dos bens no mercado. Deve-se levar em conta que as decisões individuais sobre o quê comprar hoje são influenciadas pelo que se viu que outros compraram ontem, o que permite aos indivíduos emular socialmente seus pares (DUESENBERY, 1950).

Foi quase 40 anos após a publicação do livro de Duesenberry (1950) que um estudo incluiu a questão ao abordar especificamente as decisões individuais de investimento, o que ocorreu em “*Survey evidence on diffusion of interest and information among investors*”, dos economistas Shiller e Pound (1989). Na pesquisa, os autores questionaram como os investidores desenvolviam interesse e recebiam informações importantes que os levassem a decidir sobre investimentos, e se existia uma rede de comunicação entre investidores que fosse relevante – a chamada “comunicação boca a boca”. Uma pesquisa *survey* com investidores individuais e institucionais foi empregada para esclarecer as questões. Shiller e Pound (1989) se basearam na teoria de modelos epidêmicos, utilizada para explicar a disseminação de doenças na população, sendo válida para compreender a disseminação do interesse dos investidores por determinados ativos financeiros.

A partir dos resultados, Shiller e Pound (1989) verificaram que o interesse inicial dos participantes em certas ações era motivado ao menos em parte pela

comunicação interpessoal. Até mesmo investidores institucionais, profissionais na área, eram motivados por outros investidores profissionais a negociar determinados ativos, enquanto investidores individuais eram influenciados tanto por outros indivíduos quanto por corretores de ações especializados. Boa parte dos participantes revelou que foi influenciada a adquirir uma ação por conhecer alguém que havia negociado aquele ativo, além de negarem terem feito alguma análise prévia da empresa emissora da ação, mostrando que muitas vezes o julgamento analítico é substituído pelas experiências de outros indivíduos (SHILLER; POUND, 1989).

Posteriormente, muitos autores passaram a agregar este tema em suas pesquisas. Por exemplo, Scharfstein e Stein (1990) analisaram o comportamento de manada entre executivos, demonstrando que, em algumas situações, executivos copiam a decisão de investimento de executivos de outras companhias, mesmo que possuam informações desfavoráveis àquela decisão, pois serão melhor avaliados se seguirem a decisão predominante no mercado do que se agirem de maneira oposta. Já Banerjee (1992) argumentou que, em muitas situações sociais e econômicas, inclusive nos mercados de ativos, o comportamento individual é influenciado pelo que os outros estão fazendo. As interações sociais podem ainda acabar refletindo nos preços dos ativos, o que Shiller (2000) atribuiu à tendência de pessoas que se comunicam regularmente apresentarem pensamentos semelhantes, uma predisposição relatada por Festinger (1954). Conforme Shiller (2000), se os milhões de investidores fossem independentes entre si, qualquer pensamento incorreto seria incorporado na média e não afetaria os preços. Porém, se um pensamento irracional for semelhante para muitos investidores, essa pode ser a razão das altas e baixas no mercado acionário.

Ao longo dos anos 2000, foram publicadas cada vez mais pesquisas empíricas abordando a influência social sobre as decisões de investimento. Ao tratarem do ingresso em planos de aposentadoria por funcionários de uma universidade, Duflo e Saez (2002) concluíram que a escolha individual em participar é influenciada pelas escolhas dos colegas de trabalho mais próximos. Hong, Kubik e Stein (2004) ressaltaram que investidores sociáveis encaram o mercado de ações como mais atraente quando uma quantidade maior de seus pares participa do mercado, o que foi reforçado por Brown et al. (2008), ao mostrarem que uma pessoa é mais inclinada a participar do mercado acionário quando uma fração maior de indivíduos em sua comunidade participa. Já Hoffmann e Broekhuizen (2009)

concluíram que as escolhas de investimento dos consumidores é influenciada de maneira consistente pelas informações e opiniões de outros indivíduos. Ademais, Hellström, Zetterdahl e Hanes (2013) indicaram que a probabilidade de participação dos indivíduos aumenta seguindo as experiências positivas dos pais e do(a) parceiro(a) no mercado de ações, o que pode indicar que as pessoas desenvolvem uma disposição comportamental favorável, aprendendo a partir das experiências alheias (CAMPBELL, 1963).

Assumir que indivíduos fogem à racionalidade, modificam suas opiniões, interagem entre si, e que suas decisões financeiras e de investimento são afetadas por essas interações, não era algo viável pela ótica da economia e das finanças tradicionais, como questionado por Duesenberry (1950) e Shiller (2000). Enquanto isso, segundo Hirshleifer (2020), na economia e finanças comportamentais, voltadas para a análise das irracionalidades do mercado e dos agentes, as heurísticas e vieses são vistos como inerentes aos indivíduos, ou seja, acabam por consistir em atributos que não consideram as relações entre as pessoas e a importância do contexto social, tal como Knoke e Kuklinski (1982) afirmavam. Esse tema de pesquisa encontrou amparo na abordagem das finanças sociais, cujo termo e definição foram propostos por Hirshleifer (2015). Além de analisar a mudança de sentimento dos investidores, a estrutura das interações sociais e como processos sociais afetam resultados financeiros, a abordagem busca compreender como heurísticas se formam e como informações sobre alguns investimentos se disseminam mais do que outros (HIRSHLEIFER, 2015).

## 2.2 DIMENSÕES PELAS QUAIS A INFLUÊNCIA SOCIAL AFETA AS DECISÕES DE INVESTIMENTO

Segundo Hirshleifer e Teoh (2008), nos mercados de capitais reais, é comum que as pessoas reflitam sobre argumentos obtidos em uma conversa ou em outros meios, como na mídia, o que acaba gerando crenças, que se disseminam entre os indivíduos, e impacta tanto as decisões financeiras quanto os preços de mercado dos ativos. Desta forma, pode-se visualizar a existência de uma interdependência entre os indivíduos, e a influência social que resulta desta interdependência se mostra relevante para os estudos em finanças.



Para compreender a influência social no contexto dos investimentos, é necessário conhecer os mecanismos ou dimensões pelos quais as interações sociais acabam por influenciar as decisões dos indivíduos. Em um contexto geral, retomando Deutsch e Gerard (1955), muitas pesquisas já demonstraram que os processos psicológicos individuais são afetados pelas influências sociais, porém, tais pesquisas não distinguiram entre os diferentes tipos de influências sociais existentes. Conforme os autores, devem ser levados em conta dois tipos de influências sociais, a influência informacional e a influência normativa (DEUTSCH; GERARD, 1955). Esses dois tipos ou dimensões da influência social foram adotados por Bearden, Netemeyer e Teel (1989) para o comportamento dos consumidores, e, posteriormente, por Hoffmann e Broekhuizen (2009), de forma a analisar as decisões de investimento dos indivíduos.

Ao verificar especificamente estudos que trataram sobre as influências sociais no contexto de investimentos e decisões financeiras, como Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1998), Hong, Kubik e Stein (2004), Brown et al. (2008), Hirshleifer e Teoh (2008), Bursztyn et al. (2014), Ambuehl et al. (2018), Kuchler e Stroebel (2020), dentre outros, foi perceptível a existência de duas dimensões que explicam a influência social: a aprendizagem social ou observacional, influência que resulta do processamento de informações; e a utilidade social, influência resultante do desejo de pertencer a um grupo. Com um olhar atento, é possível detectar similaridade entre essas duas dimensões e os tipos de influência social apresentados por Deutsch e Gerard (1955). Na sequência, são explorados os conceitos de aprendizagem social e utilidade social, sendo indicadas as similaridades existentes, respectivamente, com a influência informacional e a influência normativa.

### **2.2.1 Aprendizagem social**

Uma das dimensões que explica como as interações sociais com os pares influenciam a tomada de decisão individual é a aprendizagem social ou observacional. De acordo com Ellison e Fudenberg (1995), muitas vezes os agentes econômicos tomam decisões sem conhecer os custos e benefícios de todas as escolhas possíveis, sendo compreensível que se apoiem em informações obtidas por comunicação casual com seus pares ao invés de realizarem uma análise ou experimento. Ainda, analisar diretamente e com profundidade as opções disponíveis tende a levar tempo demais ou ser muito custoso (BIKHCHANDANI; HIRSHLEIFER; WELCH, 1998).

Desta forma, uma alternativa é recorrer às informações de outras pessoas, e a aprendizagem social ou observacional é justamente a influência resultante do processamento racional de informações obtidas pelo contato direto ou pela observação de outros indivíduos (BIKHCHANDANI; HIRSHLEIFER; WELCH, 1998). Para Ellison e Fudenberg (1995), a comunicação casual entre agentes pode permitir um aprendizado social eficiente, por existir uma tendência de todos os atores adotarem a ação que é, em média, superior às demais. Essa dimensão segue a lógica de Campbell (1963), segundo o qual as interações sociais servem para facilitar o aprendizado - aquisição de disposições comportamentais - das pessoas.

Verifica-se a proximidade da aprendizagem social com a influência informacional de Deutsch e Gerard (1955), a qual considera que os indivíduos são inclinados a tomarem informações emitidas por outras pessoas como evidências críveis da realidade, e, por isso, reproduzem seus comportamentos. As similaridades são verificadas no fato da influência informacional resultar da solicitação ativa de informações para outras pessoas informadas, ou da observação passiva de suas ações (PARK; LESSIG, 1977), e da internalização de tais informações, que aumentam os conhecimentos dos indivíduos sobre algum aspecto do ambiente (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009). Assim, pode-se sugerir que exista equivalência entre os termos aprendizagem social e influência informacional, visto as similaridades conceituais encontradas na literatura.

Os autores Hirshleifer e Teoh (2008) refinaram a definição da aprendizagem social ao argumentarem que esta pode ser tanto racional quanto irracional. A parte racional retoma a conceituação de Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1998), em que os indivíduos efetivamente refletem e aprendem a partir das informações contidas no comportamento de seus pares ou nos resultados de seu comportamento, e se tornam propensos a seguir o comportamento dos demais, imitando-os, sendo racional pelo aspecto da otimização do tempo e dos recursos utilizados. A parte irracional surge na forma de cascatas informacionais, em que a observação das ações e resultados alcançados por outros é tão informativa que as ações do indivíduo não dependem mais de suas informações particulares. Como suas ações não serão informativas para outras pessoas que vierem a tomar aquela decisão, pois não agregarão novas informações, tem-se uma externalidade negativa para os demais indivíduos da população (BANERJEE, 1992; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008).

Especificamente nos mercados financeiros, a aprendizagem social pode influenciar a participação individual em investimentos. Por exemplo, investidores em potencial aprendem uns com os outros tanto sobre os retornos que o mercado de ações tem alcançado historicamente, quanto sobre como realizar a negociação de ativos (HONG; KUBIK; STEIN, 2004). Segundo Brown et al. (2008), as pessoas conseguem se instruir mais facilmente sobre como abrir conta em uma corretora através da conversa com amigos do que se tivessem que utilizar outros meios. Kuchler e Stroebl (2020) reforçam este pensamento, ao argumentarem que fontes oficiais de informação como consultores e bancos podem ter conflitos de interesse com os investidores. Por isso, os indivíduos buscam suas redes sociais, como amigos, colegas e familiares, para adquirirem informações sobre decisões financeiras importantes.

Ainda, Ambuehl et al. (2018) indicam que, mesmo para a interação social entre indivíduos dispostos aleatoriamente em pares, a comunicação a respeito de decisões financeiras leva a melhorias genuínas na qualidade da tomada de decisão, refletindo uma aprendizagem conceitual genuína, ao invés da mera cópia das escolhas daqueles que são mais bem informados. As interações entre os pares diminuem de maneira significativa o custo de adquirir e processar informações financeiras para as famílias, levando à redução de barreiras que limitam o ingresso no mundo dos investimentos (HEIMER, 2014; MATURANA; NICKERSON, 2019).

Além do mais, a definição de aprendizagem social pode consistir na tendência dos indivíduos de ter suas escolhas afetadas ao verem seus pares consumindo determinado ativo ou produto, já que costumam inferir que itens adquiridos por terceiros são de maior qualidade (BURSZTYN et al., 2014). Neste caso, também se constata proximidade com o apresentado por Deutsch e Gerard (1955) quanto à inclinação dos indivíduos em acreditar ou confiar no que é visto como “mais adequado” pela maioria. Assim, as pessoas passam a ter vontade de adquirir o mesmo ativo que seus pares, pois acreditam ser o mais vantajoso (BURSZTYN et al., 2014). No entanto, Lu e Tang (2015) afirmam que pessoas que se sentem desconfortáveis com investimentos em ações parecem utilizar o desempenho alcançado por seus pares como referência para só então determinarem se devem seguir seu comportamento de investimento. Já Das e Banerjee (2023) demonstraram que os indivíduos passam a confiar menos em suas decisões e mais nas decisões de seus pares ao se depararem com decisões de investimento mais complexas, concluindo que a aprendizagem social

impulsiona os efeitos dos pares em contextos financeiros mais exigentes cognitivamente.

Apesar da aprendizagem social ser um mecanismo relevante para informar e encorajar a decisão de entrada de indivíduos no mercado de investimentos, Kaustia e Knüpfer (2012) ressaltam a importância de os novos investidores descontarem fortemente os rendimentos observados nos investimentos de seus pares. Segundo os autores, o mercado de ações é excepcional, os componentes aleatórios nos retornos são grandes e fatores não observáveis estão envolvidos, como habilidade de investimento e exposição ao risco, enquanto os resultados dos pares consistem apenas em pequenas amostras de dados cheias de vieses. Ainda que os resultados não sejam representativos, é comum que as pessoas não consigam se ajustar totalmente para vieses de pequenas amostras (KAUSTIA; KNÜPFER, 2012). Por conseguinte, basear decisões apenas na aprendizagem social, nas experiências e resultados alcançados por poucas pessoas próximas, sem realizar uma análise racional do mercado ou agregar novas informações, como sugerido por Hirshleifer e Teoh (2008), torna-se uma atitude irracional que pode vir a frustrar os indivíduos em seus investimentos.

### **2.2.2 Utilidade social**

A utilidade social, segunda dimensão que explica como as interações sociais influenciam as decisões individuais de investimento, consiste na participação de um indivíduo em uma situação, não com o objetivo de aprender, mas devido à preocupação com sua função utilidade – seu nível de satisfação, canal de influência que se origina quando as ações dos pares entram diretamente na função utilidade uns dos outros (BURSZTYN et al., 2014; KUCHLER; STROEBEL, 2020). Esta dimensão pode se manifestar através do consumo conjunto, em que os indivíduos são influenciados a consumir para terem assunto em comum com seus pares (HONG; KUBIK; STEIN, 2004; BROWN et al., 2008; BURSZTYN et al., 2014); ou pela preocupação em manter uma reputação e nível de consumo similares aos dos pares (BERNHEIM, 1994; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008; KUCHLER; STROEBEL, 2020).

De acordo com Hong, Kubik e Stein (2004) e Brown et al. (2008), um investidor pode sentir satisfação ao conversar sobre os altos e baixos do mercado de ações com amigos e colegas que também investem, da mesma maneira com que pode gostar de

conversar sobre livros, restaurantes e filmes, temas em que ele e seus pares possuem interesse mútuo. Assim, este indivíduo tem uma inclinação maior de participar do mercado de ações se a taxa de participação entre seus pares mais próximos for alta (BROWN et al., 2008). Bursztyn et al. (2014) explicam como a utilidade social surge desta relação: o fato de um agente possuir determinado ativo financeiro afetará a utilidade de outro indivíduo através do consumo conjunto do ativo, já que poderão acompanhar e discutir juntos sobre notícias do mercado e dos retornos alcançados. Segundo os autores, os ativos financeiros apresentam um valor de consumo conjunto, relativo à possibilidade de discutir a respeito desses com os pares, sendo um fator importante para a decisão do indivíduo em investir também.

Por outro lado, a utilidade social se relaciona ao nível em que a função utilidade dos indivíduos é afetada pelo quanto seus comportamentos se afastam ou se aproximam de um padrão considerado aceitável pelos pares (BERNHEIM, 1994; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008). Segundo Bernheim (1994), quando o status (popularidade, estima ou respeito) é importante relativo à utilidade intrínseca (derivada diretamente do consumo), muitos indivíduos tendem a se “conformar” a um padrão homogêneo de comportamento, em detrimento de preferências individuais heterogêneas. A tendência de existir uma conformidade de comportamentos se deve ao fato de as pessoas reconhecerem que mesmo pequenos desvios da norma social vigente podem afetar profundamente seu nível de status. Hirshleifer e Teoh (2008) seguem a mesma linha ao tratarem da preocupação dos executivos com sua reputação: alguns dos comportamentos desses profissionais convergem ou divergem do padrão devido ao incentivo em manterem uma boa reputação para o mercado, o que foi indicado já em Scharfstein e Stein (1990).

Vale destacar que esta perspectiva da utilidade social demonstra proximidade com a influência normativa apresentada por Deutsch e Gerard (1955), uma influência para agir conforme as expectativas positivas de outros indivíduos, e, como Asch (1952) argumentou, para não ser encarado como diferente ou tolo diante dos pares. De acordo com Hoffmann e Broekhuizen (2009), esta influência decorre do desejo das pessoas de melhorarem sua autoimagem através da associação com um grupo de referência, e, ainda, por que desejam evitar punições ou receber benefícios mediados pelos pares, o que permite indicar que existe certa paridade entre os termos utilidade social e influência normativa.

Retomando o indicado por Bernheim (1994), a função utilidade pessoal pode ser afetada pelo nível de consumo dos demais, existindo uma inclinação do indivíduo em buscar manter o mesmo patamar de consumo de seus pares. Esta constatação se estende para os investimentos, sugerindo que a participação no mercado de ações pelo grupo social da pessoa é capaz de exercer uma influência positiva em sua decisão de participar (BROWN et al., 2008; BURSZTYN et al., 2014; KUCHLER; STROEBEL, 2020).

Segundo Bursztyn et al. (2014), um dos motivos para os investidores imitarem as decisões de investimento de seus pares é o desejo de alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles, para que seus ganhos relativos não sejam afetados, o que é chamado de *“keep up with the Joneses”* (manter-se com os Joneses). A imitação também pode ser causada pelo medo de perder uma oportunidade de investimento atrativa que promete bons níveis de retorno a qual seus pares já aproveitaram, conhecido como *“fear of missing out”* (medo de ficar de fora) (BURSZTYN et al., 2014; KUCHLER; STROEBEL, 2020). Em ambas as situações, o nível de utilidade do indivíduo é afetado: se ele tiver retornos menores ou perder a oportunidade de investimento, os pares que se saíram melhor ou aproveitaram a oportunidade terão mais chance de aumentar sua renda e consumo futuro do que ele.

Cada um desses fatores, que normalmente se disseminam pela comunicação boca a boca, implica em uma possível relação causal entre o comportamento individual e o comportamento de um grupo ou comunidade (BROWN et al., 2008). Vale ressaltar que, em situações como essa, as pessoas não conseguem observar diretamente os resultados de seus pares, tendo que confiar em relatos verbais. Kaustia e Knüpfer (2012) apontam que a comunicação de resultados pode ser tendenciosa para o lado positivo se parecer ser um investidor de sucesso traz benefícios privados para os indivíduos, indicando a existência de uma comunicação seletiva. Nesse sentido, Han e Hirshleifer (2012) afirmam que é mais comum os investidores divulgarem para seus pares suas vitórias do que suas derrotas nos investimentos, e os ouvintes não conseguem descontar totalmente esse viés na comunicação. Portanto, filtrar a fala de colegas, amigos e demais pares é indispensável para que as pessoas não ingressem em estratégias de investimento ruins ou inadequadas ao seu perfil.

### 2.2.3 Como mensurar as dimensões da influência social?

Com a definição das dimensões aprendizagem social e utilidade social, que em si mesmas compreendem diferentes nuances, questiona-se como seria possível detectá-las no comportamento dos investidores. Neste ponto, percebe-se que autores como Hong, Kubik e Stein (2004) e Brown et al. (2008), apesar de ressaltarem a importância de buscar distinguir os mecanismos pelos quais a interação social promove a participação dos indivíduos no mercado de investimentos, não buscaram mensurá-los ou distingui-los. Enquanto isso, o artigo de Shiller e Pound (1989), clássico na análise das interações sociais e seus efeitos sobre as decisões de investimento, não chega a citar os dois conceitos, o que é possível verificar também em artigos mais recentes, como os de Heimer (2014), Lieber e Skimmyhorn (2018) e Baltakys et al. (2019).

Especificamente em relação à aprendizagem social, pesquisas relevantes, como as de Banerjee (1992), Ellison e Fudenberg (1995), Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1998) e Banerjee e Fudenberg (2004), desenvolveram modelos teóricos de como ocorre a aprendizagem social entre os indivíduos, sem aplicar empiricamente o conceito. Experimentos como os de Bursztyn et al. (2014), Ambuehl et al. (2018) e Zakharov e Bondarenko (2021) buscaram verificar a existência de um canal de aprendizagem social entre os indivíduos, mas apenas em Ambuehl et al. (2018) o experimento foi tratado de forma em que os indivíduos efetivamente poderiam discutir com seus pares a respeito de uma tomada de decisão. Nos outros dois estudos, a aprendizagem social foi apontada a partir da mera imitação das escolhas dos pares em um contexto de tomada de decisão.

A partir de dados secundários, pesquisas como as de Kaustia e Knüpfer (2012) e Lu e Tang (2015) também afirmaram que a interação social entre indivíduos pode sugerir a existência de um canal de aprendizagem social entre eles, afetando a forma como realizam seus investimentos, porém não sendo possível verificar através dos dados se interações de fato ocorreram entre os indivíduos, ou se outros motivos, como a utilidade social, poderiam justificar as mudanças na forma como os indivíduos alocam seus recursos. Vale destacar que Georgarakos, Haliassos e Pasini (2014), apesar de em sua pesquisa *survey* não levarem em conta o conceito de aprendizagem social, acabam por indicá-la ao questionarem os respondentes se recorrem aos amigos para conselhos financeiros.

Em relação à utilidade social, verificou-se a partir da literatura que esta costuma ser tratada de maneira menos frequente. É possível observar que modelos teóricos como os de Scharfstein e Stein (1990) e Bernheim (1994) buscaram explicar por que os investidores tendem a convergir ao comportamento de seus pares (efeito manada), o que foi principalmente atribuído à preocupação com o status ou reputação, o que está vinculado à ideia de utilidade social. Especificamente, no estudo de Bursztyn et al. (2014), os quais inicialmente conduziram um experimento para avaliar a aprendizagem social, e posteriormente aplicaram questionários para identificar a utilidade social, foram apresentadas questões que permitiram verificar se os indivíduos estavam preocupados em conseguir os mesmos níveis de retorno e poder discutir sobre um investimento com um amigo ao tomarem uma decisão de investimento no experimento.

Dentre os estudos analisados, apenas a *survey* de Hoffmann e Broekhuizen (2009) apresentou um instrumento de mensuração que pode ser aplicado tanto para a aprendizagem social quanto para a utilidade social. Os autores utilizaram a escala de Suscetibilidade dos Consumidores à Influência Social, proposta por Bearden, Netemeyer e Teel (1989), porém, aplicaram-na no contexto dos investimentos. Segundo Bearden, Netemeyer e Teel (1989), este construto é conceituado como a necessidade de melhorar a própria imagem ou de se identificar com outros indivíduos importantes para si, através da compra e uso de produtos e marcas; o desejo de estar em conformidade com as expectativas dos demais em relação às decisões de consumo; e/ou a tendência de aprender sobre produtos e serviços pela observação ou pela busca de informações com outros indivíduos. Ou seja, é formado por duas dimensões, a influência normativa e a influência informacional, retomando os conceitos de Deutsch e Gerard (1955).

Vale ressaltar que a suscetibilidade à influência interpessoal é um traço do consumidor que varia entre os indivíduos (MCGUIRE, 1968; BEARDEN; NETEMEYER; TEEL, 1989; HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009), e tal construto determina a medida em que as decisões dos consumidores são afetadas pelas informações sociais (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009). A escala original de Bearden, Netemeyer e Teel (1989) é formada por itens (afirmativas) do tipo *likert*, em que os respondentes devem declarar seu nível de concordância com cada afirmativa, e seus itens foram adaptados por Hoffmann e Broekhuizen (2009) no sentido de alterar termos como “produtos” e “marcas” para “ações” e “decisões de investimento”.



Por exemplo, na dimensão influência normativa, o item “Gosto de saber quais marcas e produtos causam boas impressões nos outros” foi adaptado para “Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros”. Ainda, na dimensão influência informacional, a questão “Frequentemente reúno informações de amigos ou familiares sobre um produto antes de comprá-lo” foi alterada para “Frequentemente reúno informações sobre (tipos de) ações de amigos ou familiares antes de investir nelas”. Em ambos os estudos, os itens passaram pelas análises de validade e confiabilidade, tornando-os adequados para uso em outras pesquisas. Na escala aplicada para o contexto dos investimentos, a dimensão influência normativa apresentou cinco itens, enquanto a dimensão influência informacional foi analisada através de quatro itens, totalizando nove itens (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009).

Ademais, escalas como as apresentadas em Lin (2011), Prosad, Kapoor e Sengupta (2015) e Baker et al. (2019), as quais passaram pelo processo de validação, apesar de mensurarem o comportamento de manada – a “mera imitação”, sem citar as dimensões aprendizagem social e utilidade social – podem ser úteis para mensurar a influência social sobre decisões de investimento. Por exemplo, Lin (2011) empregou questões como “Eu investiria em produtos financeiros seguindo a recomendação de meus amigos”, enquanto Baker et al. (2019) apresentaram a questão “Eu consulto outras pessoas (família, amigos ou colegas) antes de fazer a compra de uma ação”, ambas sugerindo um canal de aprendizagem social entre os indivíduos. Já a escala de Prosad, Kapoor e Sengupta (2015) incluiu questões como “Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminui um pouco se outros também experimentaram a mesma perda” e “Eu fico extremamente desapontado se eu tomar uma posição contrária (oposta à tendência geral) e perder enquanto meus amigos lucram seguindo a multidão”, as quais podem indicar o mecanismo de utilidade social.

Verifica-se, então, que é possível mensurar a aprendizagem social e a utilidade social fora de ambientes controlados, a partir da percepção dos próprios indivíduos sobre como as interações com os demais afetam suas decisões de investimento. Esta forma de mensuração deve ser capaz de captar se as pessoas realmente interagem com seus pares e buscam dicas de investimento, se o fazem com interesse de aprender sobre as melhores opções possíveis e/ou por se preocuparem com sua posição perante seus pares, indo além de simplesmente indicar se existe um comportamento de imitação. Neste caso, o desenvolvimento de uma escala mais abrangente, que, baseada na literatura apresentada (SHILLER; POUND,

1989; HONG; KUBIK; STEIN, 2004; LIN, 2011; BURSZTYN et al., 2014; PROSAD; KAPOOR; SENGUPTA, 2015; AMBUEHL et al., 2018; BAKER et al., 2019), incorpore mais nuances da aprendizagem social e da utilidade social do que as apresentadas por Hoffmann e Broekhuizen (2009), e leve em consideração diferentes tipos de investimento financeiro, sem se deter a um único tipo de ativo, pode ser uma alternativa válida e de fácil aplicação no contexto da influência social em decisões de investimento.

## 2.3 PRINCIPAIS GRUPOS SOCIAIS ONDE INTERAÇÕES SIGNIFICATIVAS COSTUMAM OCORRER

As interações humanas consistem em como os indivíduos compartilham informações e comunicam emoções, sendo que as “pistas” obtidas uns dos outros influenciam opiniões particulares (NOFSINGER, 2005). Segundo o autor, esta interação é essencial no mercado de ações: corretores falam com seus clientes e com outros profissionais, analistas se comunicam com executivos, formando associações locais para interagirem, investidores institucionais também montam grupos para compartilhar informações, enquanto investidores individuais conversam com a família, vizinhos, amigos e colegas sobre investimentos.

Ao analisarem dados de mais de 2.000 famílias holandesas, Van Rooij, Lusardi e Alessie (2011) mostraram que parte significativa dos respondentes tinha em seus parentes, amigos e conhecidos as fontes mais importantes de conselhos sobre decisões financeiras. Quanto à forma de interação entre os indivíduos, Nofsinger (2005) salienta, ainda, que a tecnologia tem permitido mudanças na comunicação, desenvolvendo inovações na escrita, nas telecomunicações, e na internet. Partindo da literatura sobre interações sociais, são abordados na sequência os principais grupos sociais que influenciam as decisões financeiras e de investimento dos investidores individuais.

### 2.3.1 Os pares: Família, vizinhos, amigos e colegas de trabalho

É possível encontrar muitos estudos que analisaram a influência dos pares nas decisões de investimento dos indivíduos, especialmente a influência de grupos como família, vizinhos, amigos e colegas de trabalho. Em relação à influência da

família, Shiller e Pound (1989) citaram que boa parte de seus respondentes atribuíram aos parentes o fato de terem tomado conhecimento de uma ação na qual investiram. Ao realizarem um experimento com gêmeos suecos, Barnea, Cronqvist e Siegel (2010) perceberam que o ambiente familiar de criação teve efeito no comportamento de investimento quando jovens, mas tal efeito desapareceu com o envelhecimento e ganho de experiência.

Para famílias estadunidenses, Li (2014) verificou que, se pais ou filhos de indivíduos investidores em potencial tivessem entrado no mercado de ações durante os cinco anos anteriores, a chance de os indivíduos ingressarem no mercado nos cinco anos seguintes crescia de 20% a 30%. Por outro lado, Hellström, Zetterdahl e Hanes (2013) analisaram dados da Suécia e perceberam que um desempenho positivo (negativo) da carteira de ativos dos pais e/ou parceiro(a), em um período anterior, aumenta (diminui) a participação de indivíduos adultos no mercado de ações. Tais resultados evidenciam a influência pelo compartilhamento de informações dentro da família (LI, 2014; HELLSTRÖM; ZETTERDAHL; HANES, 2013).

Em um experimento no Brasil, Bursztyn et al. (2014) verificaram que 93% dos investidores analisados escolheram comprar um ativo ao serem informados de que um familiar ou amigo adquiriu o ativo, contra 42% dos investidores que optaram por não adquirir o ativo quando não receberam informações dos pares. Assim, tanto a aprendizagem social quanto a utilidade social, tendo como referência familiares ou amigos, foram importantes nas decisões de investimento. Para dados da Nova Zelândia, Zhang et al. (2018) perceberam que os efeitos causados pela interação com a família são mais importantes para as decisões de alocação de ativos do que a interação com outros grupos. Já Ostrovsky-Berman e Litwin (2019) mostraram que a propensão de um indivíduo a investir em ações é associada positivamente com o grupo composto pelo(a) cônjuge e negativamente com o grupo composto pelos filhos.

Quanto à influência das interações com vizinhos e comunidade sobre as escolhas de investimento, Hong, Kubik e Stein (2004) analisaram famílias estadunidenses e concluíram que lares que interagiam frequentemente com vizinhos tinham maior probabilidade de investir no mercado de ações, relatando que o impacto dessas interações era mais forte em estados com maiores taxas de participação de seus habitantes no mercado de ações. Ivković e Weisbenner (2007) e Brown et al. (2008) alcançaram resultados semelhantes, reforçando que o efeito dos vizinhos e comunidade sobre as decisões de investimento é mais forte em comunidades mais

sociáveis, indicando a importância da comunicação boca a boca. Kaustia e Knüpfer (2012) salientaram que os retornos positivos vivenciados recentemente por pares da mesma localidade afetam a decisão de entrada de um indivíduo no mercado de ações, reforçando que o efeito de vizinhança tende a ser mais forte em populações onde a participação no mercado acionário é mais difundida.

Ademais, Heimer (2014) e Zhang et al. (2018) também perceberam que as interações com pares da vizinhança ou comunidade afetam as decisões de investimento individuais, indicando que as pessoas tendem a buscar conselhos financeiros com seus vizinhos. Para investidores da Finlândia, Baltakys et al. (2019) sugeriram que canais de transferência de informações entre investidores individuais vizinhos são usados na tomada de decisões, sugerindo a aprendizagem social. Por outro lado, Changwony, Campbell e Tabner (2015), ao analisarem dados do Reino Unido, concluíram que manter interações mais frequentes com vizinhos não afeta significativamente a participação das pessoas no mercado de ações.

As interações sociais com amigos e colegas de trabalho também podem ser muito influentes na tomada de decisão individual. Por exemplo, Brown et al. (2008) encontraram evidências da relação entre a propriedade de ações pela comunidade – grupos de amigos, colegas e vizinhos – e pelos indivíduos. Outros estudos mostraram que pessoas próximas da aposentadoria em grupos sociais compostos tanto por amigos quanto pelo cônjuge tendem a manter uma proporção maior de seu patrimônio em ações (OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019), e que amigos podem ser responsáveis pela transmissão de informações e influenciarem seus pares a ingressarem em esquemas de pirâmide (RANTALA, 2019).

Nesse sentido, Bursztyn et al. (2014) argumentaram que os indivíduos costumam buscar nos amigos uma referência para sua decisão em investir. Enquanto isso, Georgarakos, Haliassos e Pasini (2014) identificaram que pessoas que recebiam conselhos financeiros de seus pares e se consideravam mais pobres que eles tendiam a se endividar mais para manterem o nível de consumo do grupo. Destaca-se que, muitas vezes, a comunicação direta com amigos mais informados reduz o incentivo dos investidores em adquirir informações por conta própria, o que pode ser prejudicial tanto para si quanto para o mercado (HAN; YANG, 2013).

Quanto aos colegas de trabalho, Duflo e Saez (2002) mostraram que a decisão de funcionários universitários em se inscrever em planos de aposentadoria e a escolha do fornecedor dos planos eram afetadas positivamente pelas decisões de

outros funcionários do mesmo departamento. Segundo os autores, “os indivíduos não aprendem instantaneamente sobre oportunidades econômicas, e seu ambiente é um forte determinante de suas decisões econômicas” (DUFLO; SAEZ, 2002). Nesse sentido, Lu e Tang (2015) verificaram que os indivíduos tendem a convergir à média dos colegas quanto às ações que detém na carteira de aposentadoria: os que investiam menos (mais) que a média aumentaram (diminuíram) sua proporção. Ainda, pessoas que alcançaram retornos menores que os colegas aumentaram sua exposição ao risco, enquanto os que tiveram retornos superiores não reduziram sua exposição ao risco. Conforme os autores, embora se esforcem para investir como os pares, as pessoas também usam a interação social como meio de aprendizagem.

De maneira similar, Zhang et al. (2018) identificaram que o aumento nas quantidades investidas por colegas de trabalho em ações e títulos do governo afeta positivamente o nível de investimento pessoal nesses ativos. Tais achados são reforçados por Ouimet e Tate (2020), que examinaram a participação em planos de compra de ações por funcionários de empresas. Segundo os autores, o nível de participação do grupo afetava positivamente tanto a probabilidade de um funcionário optar por participar quanto a escolha de quando vender as ações adquiridas. Como essas decisões visam melhorar o bem-estar dos funcionários, sua disseminação entre colegas sugere que as interações no trabalho podem ser um mecanismo de aprendizagem social (OUIMET; TATE, 2020).

Contrário ao que a literatura costuma apontar, Lieber e Skimmyhorn (2018) argumentaram que as interações com colegas não influenciaram as escolhas individuais de participar em planos de aposentadoria ou de seguro de vida para uma amostra de militares estadunidenses. Nessa linha, Mylonidis e Oikonomou (2021), ao estudarem uma amostra de quase 2.000 famílias holandesas, argumentaram que não foram encontradas evidências de que as famílias consultem seu círculo social (amigos, colegas de trabalho ou conhecidos) ao tomarem decisões econômicas e financeiras, devido à ausência de relações causais estatisticamente significativas.

### **2.3.2 A internet, as interações sociais e seu efeito sobre os investimentos**

A internet é uma grande inovação social e técnica que chegou aos lares durante a segunda metade da década de 1990, conscientizando as pessoas do ritmo da mudança tecnológica na sociedade (SHILLER, 2000; RICE et al., 2009). De acordo

com McKenna e Bargh (1999), a Internet é uma ferramenta pela qual os indivíduos podem acessar informações atualizadas a todo momento, como cotação de ações ou notícias, mas foi a comunicação interpessoal que se tornou seu principal uso. Através de fóruns de mensagens, e-mail, e, recentemente, as redes sociais, a internet permitiu a criação de comunidades online e de grupos que possuem interesses em comum. Ainda, a internet exerceu fortes impactos sobre o mercado financeiro, como o crescimento significativo dos serviços online de negociação de ações e o aumento expressivo no mercado de ações desde 1997 (SHILLER, 2000).

Segundo Barber e Odean (2001), os investidores da era da internet tomam decisões em um ambiente muito diferente daquele dos investidores do passado, recorrendo a diversas fontes de informações e a conversas em salas de bate-papo. Esses investidores tendem a buscar ativamente evidências que confirmem os argumentos com os quais concordam, sendo mais provável que visitem salas de bate-papo de outros investidores com ideias semelhantes. Isso demonstra que a propensão dos indivíduos de buscarem grupos com pensamentos em comum aos seus, como apresentado em Festinger (1954) e McKenna e Bargh (1999), estende-se também aos investidores.

Como os investidores online não costumam dar importância a evidências que vão contra suas crenças, eles podem se tornar excessivamente confiantes, acreditando que têm habilidades maiores do que efetivamente possuem (BARBER; ODEAN, 2001). Nesta linha, Demarzo, Vayanos e Zwiebel (2003) mencionam que muitos dos indivíduos que participam de salas de bate-papo sobre investimentos financeiros possuem informações imprecisas, e às vezes falsas, mas o fato de terem um grande público pode lhes dar influência o bastante para afetar os preços do mercado. Assim, segundo Barber e Odean (2001), verifica-se que a Internet trouxe mudanças que podem aumentar o excesso de confiança dos investidores online ao fornecer uma ilusão de conhecimento e de controle sobre seus investimentos.

É possível listar estudos que buscaram identificar como as interações pela internet afetam os investimentos dos indivíduos. Por exemplo, Zhu et al. (2012) demonstraram que a participação em uma comunidade online aumenta a tendência das pessoas em buscar maior risco nas decisões financeiras, principalmente quando os laços com outros membros são fortes, indicando que os indivíduos acreditam que receberão suporte de seus pares caso surjam dificuldades. Enquanto isso, Preda e Muradoglu (2019) indicaram que investidores individuais que participam de fóruns na

Internet, embora não precisem cumprir metas formais, sentem uma obrigação moral de atender às expectativas ou justificar suas negociações para o grupo, por estarem envolvidos na comunicação online e na divulgação recíproca de resultados.

Em sua pesquisa, Bizzi e Labban (2019) analisaram uma amostra de investidores estadunidenses e concluíram que usuários intensivos de redes sociais eram mais propensos a negociar ações online e mais suscetíveis ao comportamento de manada, com chance quatro vezes maior de seguir cegamente outros investidores do que usuários leves. Ainda, indicaram que usuários intensivos eram mais influenciados por seus contatos sociais e tinham maior tendência de serem influenciados por influenciadores digitais do que usuários leves.

No entanto, outros trabalhos não encontraram evidências de que as interações pela internet sejam relevantes para as decisões de investimento individuais. É o caso de Shanmugham e Ramya (2012), que, para dados da Índia, não alcançaram resultados significativos de que as interações por bate-papo e fóruns de discussão online influenciem a atitude em direção à negociação dos participantes. Já Fernández-López, Rey-Ares e Vivel-Búa (2018), para dados de 14 países europeus, demonstraram que usuários da internet são mais propensos a investirem em ações, mas não encontraram evidências de que a sociabilidade virtual afete os investimentos, argumentando que fatores contextuais, como viver em um país onde é costumeiro investir em ações, são mais importantes que o uso da internet em si.

#### 2.4 AS INTERAÇÕES SOCIAIS E SUA RELAÇÃO COM A TOLERÂNCIA AO RISCO FINANCEIRO E O EFEITO DISPOSIÇÃO

Após apresentar os estudos iniciais que trataram da influência oriunda das interações sociais entre os indivíduos, passando pela influência social em decisões de investimento, pela identificação das dimensões que explicam por que esta influência ocorre e dos principais grupos sociais onde as interações costumam acontecer, é relevante destacar que a influência social se relaciona com outros fatores. Esta relação pode ocorrer na forma de afetar ou influenciar certos comportamentos nos indivíduos, que não se manifestariam da mesma maneira se fossem analisados sem considerar o efeito das interações sociais sobre as decisões de investimento individuais.

Uma vez que as decisões no contexto financeiro envolvem riscos, a literatura aponta que o nível de risco aceito pelos indivíduos pode ser influenciado pelas interações com os pares (ZHU et al., 2012; BOUGHEAS; NIEBOER; SEFTON, 2013; AHERN; DUCHIN; SHUMWAY, 2014; BALSÀ; GANDELMAN; GONZÁLEZ, 2015; LAHNO; SERRA-GARCIA, 2015; LEVY; LEVY, 2015; LU; TANG, 2015; ZHAO et al., 2015; THIES; WESSEL; BENLIAN, 2016; WASIUZZAMAN; EDALAT, 2016; APESTEGUIA; OECHSSLER; WEIDENHOLZER, 2020; BROWNE et al., 2021; KLOCKE et al., 2022; LEI; SALAZAR, 2022; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023; PRUIJSSERS et al., 2023).

Enquanto isso, Hirshleifer (2020) argumenta que certos comportamentos podem emergir do contexto social pelo mimetismo, sem necessariamente haver uma preferência por ele, o que pode ajudar a explicar o surgimento de certos vieses comportamentais. Nesse sentido, estudos já analisaram como o efeito disposição pode ser afetado pelas interações sociais (RAU, 2015; HEIMER, 2016; PELSTER; GONZALEZ, 2016; HO, 2018; GEMAYEL; PREDA, 2018; JIN; LI; ZHU, 2021; DANBOLT; ESHRAGHI; LUKAS, 2022; JABR; RAI, 2022). Desta forma, este capítulo apresenta dois fatores que possuem relação direta com a influência social: a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição.

#### **2.4.1 Tolerância ao risco financeiro**

Na teoria clássica da decisão, o risco é visto como a variação na distribuição de possíveis ganhos e perdas associados à determinada alternativa, uma escolha baseada no retorno esperado da alternativa (MARCH; SHAPIRA, 1987). Conforme os autores, na teoria padrão, as preferências de risco são relativamente estáveis e função da personalidade, enquanto a maioria das teorias comportamentais aponta que a maioria das pessoas é avessa ao risco, isto é, evitam situações de alta variação, mesmo que o valor esperado seja mais elevado. Kahneman e Tversky (1979) argumentam que, se os possíveis resultados forem favoráveis (desfavoráveis), os indivíduos serão avessos (propensos) ao risco, estando dispostos a correr mais riscos para evitar resultados realmente ruins, o que indica que o comportamento de risco depende também do contexto da decisão.

Vale ressaltar que a tolerância ao risco dos indivíduos não deve ser generalizada para outros campos do comportamento, ou seja, a análise das



percepções de risco dos indivíduos em uma área específica não deve ser feita a partir da tolerância ao risco “geral” (CORTER; CHEN, 2006; WAHL; KIRCHLER, 2020). Assim, direciona-se a análise das percepções de risco para o contexto das decisões financeiras. Segundo Grable (2000), a tolerância ao risco financeiro é a quantidade máxima de incerteza que uma pessoa está disposta a aceitar ao realizar decisões financeiras, e esta tolerância, apesar de ser considerada como relativamente estável, pode ser afetada por eventos que alteram a situação financeira dos indivíduos, como casar e ter filhos (DAVEY, 2000; WAHL; KIRCHLER, 2020).

Neste sentido, diversos estudos buscaram verificar se a tomada de risco dos indivíduos é influenciada pelo contexto, mais especificamente pelo contexto social e interação com os pares. Por exemplo, Zhu et al. (2012), ao conduzirem um experimento nos Estados Unidos, demonstraram que a participação em fóruns de discussão aumenta a propensão ao risco dos investidores, sendo mais alta quanto maior seu nível de atividade no fórum. Os autores apontam que, como os participantes acreditam que receberão ajuda em situações difíceis, tendem a fazer escolhas mais arriscadas do que indivíduos não participantes. Já Bougheas, Nieboer e Sefton, (2013), ao realizarem experimentos de tomada de decisão individual e em grupo, argumentaram que decisões feitas em grupo são mais arriscadas do que aquelas feitas individualmente.

Algumas pesquisas se detiveram na análise de um dos extremos da tolerância ao risco financeiro: a aversão ao risco. Em um experimento com estudantes norte-americanos, Ahern, Duchin e Shumway (2014) concluíram que a interação social leva à conformidade do nível de aversão ao risco dos indivíduos, de modo que, após um ano de interação, a diferença entre a média de aversão ao risco de um indivíduo e de seus pares cai 41%. Isto é atribuído ao efeito multiplicador social motivado pela interação social, mostrando que a aversão ao risco pode se espalhar entre as conexões sociais. Tem-se, como exemplo, o caso de uma empresa que possui uma cultura que influencia as atitudes diante do risco: seus funcionários possivelmente mudarão suas percepções frente a investimentos arriscados, com base nas normas sociais do empregador (AHERN; DUCHIN; SHUMWAY, 2014). De maneira similar, Balsa, Gandelman e González (2015), ao realizarem experimentos de loterias, concluíram que o aumento de um desvio padrão no coeficiente de aversão ao risco do grupo levava ao aumento da aversão ao risco individual em 43%.

Verifica-se, então, que a utilidade social nas interações sociais indicada por Bursztyn et al. (2014) e Kuchler e Stroebel (2020) pode ser um fator preditor do nível de tolerância ao risco financeiro dos indivíduos. Por exemplo, Lu e Tang (2015) demonstraram que a interação social leva os indivíduos a convergirem para a norma social, em que aumentam (diminuem) a exposição ao risco de sua carteira quando ela é muito inferior (superior) à média do grupo. Lahno e Serra-Garcia (2015) reforçam a norma social para explicar o efeito dos pares sobre a tomada de risco individual. Segundo os autores, existem duas explicações possíveis para os efeitos dos pares sobre a tomada de risco: os indivíduos se preocupam com os retornos alcançados pelos pares, por sentirem inveja deles; ou, se preocupam com as escolhas feitas pelos pares no sentido de conformidade. Nesse sentido, Pruijssers et al. (2023) analisaram as preferências de risco de estudantes aspirantes à atuação no mercado financeiro e sua suscetibilidade à fala de uma autoridade no assunto. Quando a autoridade se manifestou contrária ao risco, o número de estudantes optando por decisões arriscadas caiu de maneira significativa, o que foi atribuído à pressão da conformidade quando informações são recebidas de uma autoridade (PRUIJSSERS et al., 2023).

Segundo o exposto por Levy e Levy (2015), quando as pessoas buscam “manter-se com os Joneses”, estão mais dispostas a aceitar um aumento no nível de risco de sua carteira, visando aumentar a correlação desta com o portfólio de seus pares. De forma similar, Apesteguia, Oechssler e Weidenholzer (2020) mostraram que receber informações sobre o sucesso dos investimentos dos outros leva a um aumento significativo na tomada de risco individual, sendo ainda maior quando os indivíduos têm a opção de copiar diretamente as estratégias de investimento dos demais. Já Klocke et al. (2022) perceberam que os investidores aumentam o nível de risco em seus investimentos como uma resposta ao desempenho das carteiras de seus pares, sugerindo que os investidores desejam se manter com os Joneses e possuem “medo de ficar de fora” de boas oportunidades de retorno. Segundo Karakostas, Morgan e Zizzo (2023), a tolerância ao risco é moldada pela interação com o grupo, e as preferências competitivas, ao invés da imitação, são o motor da razão pela qual a informação sobre o investimento dos pares é importante na formação da tolerância ao risco individual.

Baseando-se na sugestão de Hong, Kubik e Stein (2004), de que as interações sociais podem afetar o comportamento de risco, Browne et al. (2021) conduziram um estudo na Alemanha e também concluíram que o efeito dos pares é

relevante para as preferências de risco individuais, no sentido de que a atitude de risco de uma pessoa é alterada quando ocorre uma interação com pares em potencial, o que pode levar a um desvio das preferências de risco originais. De acordo com Lei e Salazar (2022), investidores que interagem mais com seus pares apresentaram maior tolerância ao risco e foram mais confiantes em relação aos retornos futuros de seus investimentos. As autoras argumentam que obter informações financeiras da rede social (conjunto de pares) influencia as decisões individuais, ao mesmo tempo que é possível que os investidores, inconscientemente, sigam as normas sociais vigentes (LEI; SALAZAR, 2022).

A aprendizagem social também surge como um possível fator explicativo da influência social sobre as decisões de risco. Em um experimento envolvendo idosos, Zhao et al. (2015) mostraram que as informações dadas pelos pares ajudam esses indivíduos a tomarem decisões mais neutras ao risco, no sentido de haver um processo de aprendizagem social. Segundo os autores, idosos geralmente tomam decisões financeiras inadequadas, tolerando riscos em situações que requerem comportamentos avessos ao risco, como no caso da poupança para aposentadoria. Assim, as informações advindas das interações sociais podem ser benéficas para uma tomada de decisão mais neutra ao risco (ZHAO et al., 2015).

Já ao analisarem campanhas de financiamento coletivo, Thies, Wessel e Benlian (2016) apontaram que as interações sociais ajudam financiadores em potencial a reduzirem os riscos associados com suas decisões de investimento, no sentido de que esses encaram o comportamento de contribuição anterior de outros financiadores como um indicador de qualidade, o que lhes permite reduzir o seu próprio risco diante da incerteza envolvendo o investimento. Wasiuzzaman e Edalat (2016), analisando o uso da rede social *Facebook*, perceberam que indivíduos que utilizam a rede para interagirem com seus pares tendem a ser menos tolerantes ao risco, porém, atribuíram outra explicação para o achado, argumentando que pessoas introvertidas utilizam redes sociais para melhorarem suas conexões sociais, e introvertidos tendem a ser menos tolerantes ao risco.

Por fim, Ostrovsky-Berman e Litwin (2019), para dados da Europa, notaram que a rede social dos indivíduos é um preditor relevante para a disposição em investir em ativos de risco. Segundo os autores, isso pode ser motivado pela observação do comportamento financeiro de pessoas confiáveis, sendo razoável supor que uma pessoa será mais propensa a considerar recomendações de pares em quem confia,

sugerindo uma aprendizagem social nos investimentos de risco. Ademais, os autores argumentam que um indivíduo pode acabar por evitar riscos financeiros devido ao medo de perder dinheiro e causar desconforto financeiro para seus pares imediatos, isto é, a família (OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019). A partir das evidências apresentadas, pode-se supor que a influência interpessoal tenha efeito significativo sobre a tolerância ao risco financeiro dos investidores, agindo tanto por meio da aprendizagem social quanto da utilidade social.

#### **2.4.2 Efeito disposição**

O efeito disposição é um viés comportamental que parte da perspectiva dos indivíduos sobre a realização de ganhos e perdas no mercado de ações, em que os investidores tendem a vender ações vencedoras (cujo valor apresenta tendência de ascensão) muito cedo, ao passo que mantém as perdedoras (com valor em queda) por muito tempo (SHEFRIN; STATMAN, 1985). Segundo os autores, o efeito disposição pode ser explicado por diferentes frentes, como pela teoria do prospecto de Kahneman e Tversky (1979), em que os investidores evitam a realização de uma perda; ou pela aversão ao arrependimento, em que os investidores têm medo de vender uma ação cedo demais pois ela pode vir a valorizar, sendo uma tendência comportamental presente no imaginário sobre investimentos. Pela ótica racional, a principal motivação para a disposição estaria na preocupação com os impostos, pois o código tributário dos Estados Unidos discrimina entre ganhos (perdas) de curto prazo, tributados como renda normal, e ganhos (perdas) de longo prazo, tributados a taxas mais baixas (SHEFRIN; STATMAN, 1985).

Como o efeito disposição está relacionado a estratégias de investimento, pode-se questionar que seja, tal como para a tolerância ao risco financeiro, motivado pela interação social entre os indivíduos. Esta relação foi abordada em estudos como os de Rau (2015), Heimer (2016), Pelster e Gonzalez (2016), Prates, da Costa Jr. e Dorow (2017), Ho (2018), Gemayel e Preda (2018), Jin, Li e Zhu (2021) e Danbolt, Eshraghi e Lukas (2022). Neste sentido, Rau (2015), ao conduzir um experimento que comparou decisões de investimento feitas por indivíduos sozinhos e por duplas de investidores, percebeu que tanto os participantes investindo sozinhos quanto os investindo em duplas apresentaram efeito disposição, porém o nível de efeito disposição das duplas foi mais pronunciado. Assim, indicou que os times de

investidores dificilmente realizam perdas, pois buscam evitar o sentimento de arrependimento e se preocupam com as comparações sociais, desejando passar uma boa imagem de si para os demais.

Com outra abordagem, Heimer (2016), ao analisar o ingresso de investidores em uma rede social de investimentos, na qual os indivíduos podiam trocar mensagens e observar o histórico de negociação de seus pares, mostrou que o acesso à rede quase dobra a magnitude do efeito disposição dos investidores, além dos investidores conectados na rede desenvolverem níveis correlacionados de efeito disposição. O autor aponta, como razões para os resultados, os esforços individuais em transmitir uma imagem positiva para os pares, além de ser consistente com evidências de que a interação social incentiva a negociação (HAN; HIRSHLEIFER, 2012; HEIMER, 2016).

De maneira semelhante, Pelster e Gonzalez (2016) constataram que todos os grupos de investidores apresentaram efeito disposição em uma plataforma de investimentos que funciona como uma rede social, sendo que investidores que copiam as estratégias dos demais pareceram ser mais suscetíveis ao efeito disposição do que investidores que não copiam estratégias. Segundo os autores, os indivíduos mantêm investimentos perdedores pois isso sinaliza confiança aos pares sobre a estratégia financeira, sem afetar o desempenho da estratégia, já que perdas não realizadas não são refletidas nos retornos finais. Ademais, salientam que indivíduos que procuram aconselhamento sobre investimentos parecem ser atraídos por potenciais conselheiros suscetíveis ao efeito disposição (PELSTER; GONZALEZ, 2016). Já em um estudo com 88 investidores, Ho (2018) sugeriu que, como o efeito manada leva a comportamentos de negociação irracionais, as relações sociais também podem afetar o efeito disposição, mostrando que a probabilidade de um investidor vender uma ação diminui à medida que seu relacionamento na comunidade melhora.

Todavia, outras pesquisas demonstraram que o efeito disposição tende a ser reduzido pela influência social. Por exemplo, ao analisarem decisões de investimento realizadas individualmente e em grupos, Prates, Da Costa Jr. e Dorow (2017) perceberam que decisões tomadas em grupos de dois ou três membros atenuaram o efeito disposição dos participantes. Já ao compararem o comportamento de investidores em um ambiente de negociação tradicional e em um ambiente de negociação em que estão sob vigilância constante uns pelos outros, Gemayel e Preda (2018) demonstraram que os investidores no ambiente sob vigilância apresentaram

menor efeito disposição do que aqueles no ambiente tradicional. Segundo os autores, investidores sob vigilância de seus pares se tornam mais conscientes sobre suas ações e optam por fechar posições perdedoras, a fim de evitar perdas injustificáveis e prejudicar sua reputação.

Em um estudo realizado na China, Jin, Li e Zhu (2021) alcançaram resultados semelhantes, mostrando que as interações sociais ajudam a reduzir o efeito disposição por meio de três canais: a vontade de aprender, a qualidade da aprendizagem (vantagens informacionais obtidas) e a exposição dos resultados obtidos a outros. Assim, concluíram que as interações sociais possibilitam aos investidores adquirir vantagens informacionais e reduzir preconceitos comportamentais, auxiliando na tomada de melhores decisões (JIN; LI; ZHU, 2021). Danbolt, Eshraghi e Lukas (2022) também demonstraram que os investidores apresentam um menor efeito disposição quando suas carteiras se tornam visíveis para outros, sugerindo que isto ocorre principalmente pelo impacto da transparência e pela relevância do desempenho financeiro.

Por fim, Jabr e Rai (2022) concluíram que o contexto social pode influenciar tanto positivamente quanto negativamente o efeito disposição, dependendo do ponto de vista considerado. Ao analisarem uma plataforma de negociação online, os autores concluíram que o fato de um indivíduo ter suas transações tanto de perdas quanto de ganhos visualizadas por seus pares levou à redução do efeito disposição apresentado. Todavia, ter suas transações efetivamente copiadas por seguidores levou ao aumento do efeito disposição, principalmente por conta da confiança depositada na estratégia de negociação (JABR; RAI, 2022), reforçando o encontrado por Pelster e Gonzalez (2016). Desta forma, pode-se esperar que a influência oriunda das interações sociais afete, em certo nível, o comportamento de efeito disposição nos investidores.

### 3 HIPÓTESES DE PESQUISA

O presente capítulo tem como finalidade apresentar as hipóteses de pesquisa desta tese, as quais foram construídas a partir do referencial teórico apresentado no Capítulo 2 e atendem aos objetivos de pesquisa apresentados na introdução. Neste sentido, a pesquisa busca avançar em direção a identificar se os efeitos da influência interpessoal em decisões de investimento dos indivíduos, definida como a medida em que as decisões individuais são afetadas pelas informações sociais (HOFFMANN; BROEKHUIZEN, 2009), acabam por influenciar seus comportamentos de tolerância ao risco financeiro e de efeito disposição.

A tolerância ao risco financeiro tem sido estudada no sentido de demonstrar que as interações sociais são significativas para o nível de risco aceito pelos indivíduos, todavia, não há consenso na literatura sobre qual o impacto da influência social sobre o fator. Enquanto alguns trabalhos indicaram que as interações sociais aumentam os níveis de tolerância ao risco dos indivíduos (ZHU et al., 2012; BOUGHEAS; NIEBOER; SEFTON, 2013; LAHNO; SERRA-GARCIA, 2015; LEVY; LEVY, 2015; PRATES; DA COSTA JR.; DOROW, 2017; OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019; KLOCKE et al., 2022; LEI; SALAZAR, 2022; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023), outros apontam que a interação com os pares leva à sua redução (AHERN; DUCHIN; SHUMWAY, 2014; BALSÁ; GANDELMAN; GONZÁLEZ, 2015; ZHAO et al., 2015; THIES; WESSEL; BENLIAN, 2016; WASIUZZAMAN; EDALAT, 2016; PRUIJSSERS et al., 2023).

É importante destacar que, tanto para o efeito de aumento quanto de redução sobre o nível de tolerância ao risco dos investidores, o efeito das interações sociais pode ser explicado pela conformidade, isto é, pelo desejo ou tendência irracional de convergir ao comportamento predominante no grupo. Nesse sentido, os indivíduos podem aumentar (diminuir) sua exposição ao risco financeiro quando ela é muito menor (maior) do que a média do grupo (LU; TANG, 2015). No caso do impacto positivo sobre a tolerância ao risco, os indivíduos podem estar preocupados com os retornos obtidos pelos pares, e, conseqüentemente, buscam o mesmo padrão de consumo que eles (LAHNO; SERRA-GARCIA, 2015; LEVY; LEVY, 2015; APESTEGUIA; OECHSSLER; WEIDENHOLZER, 2020; KLOCKE et al., 2022; KARAKOSTAS; MORGAN; ZIZZO, 2023), acreditam que receberão auxílio em momentos difíceis (ZHU et al., 2012), ou confiam nas informações e recomendações

passadas por seus pares (OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019; LEI; SALAZAR, 2022).

Quanto ao impacto negativo das interações sociais sobre a tolerância ao risco financeiro, é possível que as informações obtidas com os pares, tanto de maneira direta quanto através da observação de resultados passados, ajudem os indivíduos a reduzirem o nível de risco e a incerteza em suas decisões financeiras (ZHAO et al., 2015; THIES; WESSEL; BENLIAN, 2016; PRUIJSSERS et al., 2023); ou, ainda, que as pessoas tenham medo de assumir riscos que possam causar desconforto financeiro a seus pares (OSTROVSKY-BERMAN; LITWIN, 2019). Assim, é possível sugerir que a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal exerça efeito sobre a tolerância ao risco financeiro, o qual pode ser tanto positivo quanto negativo. Isto fundamenta a elaboração da primeira hipótese de pesquisa:

*H1. A suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal impacta na tolerância ao risco financeiro.*

Na sequência, o efeito disposição foi relacionado à interação social entre os indivíduos, no sentido de que a interação social torna os indivíduos mais suscetíveis (RAU, 2015; HEIMER, 2016; PELSTER; GONZALEZ, 2016; HO, 2018), ou menos suscetíveis (PRATES; DA COSTA JR.; DOROW, 2017; GEMAYEL; PREDÁ, 2018; JIN; LI; ZHU, 2021; DANBOLT; ESHRAGHI; LUKAS, 2022; JABR; RAI, 2022) ao efeito disposição. Na primeira situação, conforme os autores citados, pode ocorrer que os indivíduos tenham uma grande preocupação em transmitir a imagem de bons investidores, sinalizando confiança aos pares sobre a estratégia financeira e, muitas vezes, apresentam forte conexão com seus pares, o que os motiva a atrasar o máximo possível suas perdas.

Já quanto à segunda situação, é possível que as interações sociais permitam aos indivíduos adquirirem vantagens informacionais e reduzir preconceitos comportamentais (JIN; LI; ZHU, 2021), ou que o fato de estarem em constante interação e observação por seus pares os leva a serem mais conscientes sobre suas ações, optando por encerrar posições perdedoras (GEMAYEL; PREDÁ, 2018; DANBOLT; ESHRAGHI; LUKAS, 2022). Desta maneira, a análise da literatura indica que é plausível supor que a influência oriunda das interações sociais exerça impacto,

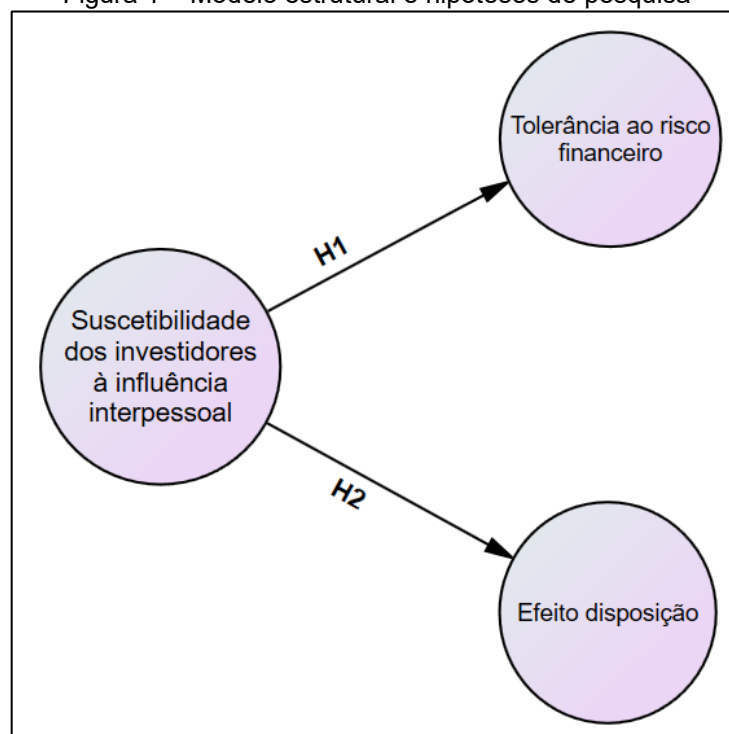


tanto positivo quanto negativo, sobre o comportamento de efeito disposição dos indivíduos, o que leva ao desenvolvimento da segunda hipótese de pesquisa:

*H2. A suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal impacta no efeito disposição.*

De modo a simplificar o entendimento das hipóteses propostas, a Figura 1 apresenta uma esquematização das hipóteses de pesquisa.

Figura 1 – Modelo estrutural e hipóteses de pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

## 4 MÉTODO

No presente capítulo, são expostos os aspectos metodológicos empregados para atingir os objetivos propostos na pesquisa. Assim, tem-se a descrição da estratégia e do delineamento de pesquisa, do instrumento de coleta de dados utilizado, da população e da amostra abordadas, dos aspectos éticos que dão suporte à pesquisa e, por fim, das técnicas de análise dos dados empregadas.

### 4.1 ESTRATÉGIA E DELINEAMENTO DA PESQUISA

Visto seus propósitos gerais, esta tese é definida como uma pesquisa exploratória, caracterizada como uma abordagem flexível e evolucionária que busca compreender um fenômeno de difícil mensuração (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Segundo Hair, Page e Brunsveld (2020), a pesquisa exploratória se destina a descobrir novos relacionamentos, padrões, temas, ideias e assim por diante, enquanto Gil (2017) destaca que pesquisas desse tipo proporcionam maior familiaridade com o problema, de forma a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses.

Em relação aos métodos, a pesquisa é classificada como quantitativa, referindo-se a medições em que os números são usados para representar diretamente características de determinado objeto, o que permite a análise estatística (HAIR; PAGE; BRUNSVELD, 2020). Quanto ao delineamento, o projeto é definido como levantamento de campo ou *survey*, caracterizado pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer (GIL, 2017). Malhotra, Nunan e Birks (2017) salientam que o método *survey* se baseia na administração de questionários estruturados para uma amostra de indivíduos de certa população, envolvendo perguntas sobre comportamento, intenções, atitudes, consciência, motivações e características demográficas e de estilo de vida.

### 4.2 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

O instrumento de coleta de dados utilizado na pesquisa consistiu em um questionário, definido como uma técnica estruturada de coleta de dados que consiste em uma série de questões, escritas ou verbais, que um participante responde (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Buscando atender aos objetivos da pesquisa,

o questionário compreendeu questões de múltipla escolha para conhecer o perfil sociodemográfico e de investimento dos respondentes, e, também, questões do tipo *likert*, que avaliaram os construtos investigados na pesquisa: suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Vale ressaltar que, em itens do tipo *likert*, os respondentes precisam indicar seu grau de concordância com uma série de afirmações relacionadas ao tema que se deseja avaliar (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Na sequência, são apresentadas detalhadamente as questões e escalas presentes no instrumento de coleta dos dados.

#### **4.2.1 Questões-filtro**

No início do questionário, incluiu-se duas questões-filtro. A primeira questão inquiriu se os respondentes realizavam algum tipo de investimento financeiro regularmente. Aqueles que respondessem “sim” para a questão, seguiram respondendo ao instrumento, ao passo que o instrumento era encerrado para aqueles que respondessem “não”. Na sequência, a segunda questão pediu que os respondentes informassem sua idade, dentre diversas faixas etárias, de forma a assegurar que apenas indivíduos com 18 anos ou mais respondessem à pesquisa. O questionário era encerrado para aqueles que declarassem possuir 17 anos ou menos. Os indivíduos que marcaram faixas etárias correspondendo a 18 anos ou mais tiveram acesso ao instrumento de coleta de dados completo.

#### **4.2.2 Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal**

No primeiro bloco do instrumento de coleta, buscou-se mensurar o quanto os investidores eram influenciados em suas decisões de investimento por seus pares. Para isso, foi desenvolvida a escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal (SIII), a qual engloba duas dimensões: a aprendizagem social e a utilidade social. Para construção desta escala, foram adaptados alguns itens da escala de suscetibilidade dos consumidores à influência interpessoal, desenvolvida por Bearden Netemeyer e Teel (1989) e aplicada posteriormente por Hoffmann e Broekhuizen (2009) no contexto de investimentos financeiros. As adaptações envolveram a troca, em alguns itens, da palavra *stocks* (ações) por “investimentos” e

“ativos financeiros”, de modo a contemplar a totalidade de tipos de investimentos financeiros disponíveis no Brasil.

Ainda, foram propostos novos itens baseados na literatura (BIKHCHANDANI; HIRSHLEIFER; WELCH, 1998; SHILLER; POUND, 1989; SCHARFSTEIN; STEIN, 1990; BARBER; ODEAN, 2001; DEMARZO; VAYANOS; ZWIEBEL, 2003; HONG; KUBIK; STEIN, 2004; BROWN et al., 2008; HIRSHLEIFER; TEOH, 2008; LIN, 2011; VAN ROOIJ; LUSARDI; ALESSIE, 2011; HAN; YANG, 2013; HELLSTRÖM; ZETTERDAHL; HANES, 2013; BURSZTYN et al., 2014; HEIMER, 2014; LU; TANG, 2015; PROSAD; KAPOOR; SENGUPTA, 2015; AMBUEHL et al., 2018; BAKER et al., 2019 KUCHLER; STROEBEL, 2020). As questões propostas, principalmente para a dimensão utilidade social, buscaram captar aspectos não verificados na escala de Hoffmann e Broekhuizen (2009), como o desejo de manter um mesmo nível de rentabilidade que o alcançado por amigos, familiares e colegas de trabalho (*keep up with the Joneses*) e o medo de perder uma boa oportunidade de investimentos, que pode ser aproveitada pelos pares (*fear of missing out*). A relação de autores consultados para o desenvolvimento de cada item da escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal é apresentada no Apêndice A.

Destaca-se que a escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal foi desenvolvida com duas abordagens: na primeira, tem-se as questões originais, direcionadas à percepção dos indivíduos frente a seus pares (amigos, familiares e colegas); e, na segunda, tem-se questões voltadas para as possíveis interações *online*, considerando influenciadores digitais e grupos de investimento em redes sociais. Por exemplo, o item da primeira abordagem “Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro” foi adaptado para “Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro”, visando contemplar a segunda abordagem.

Para a abordagem original, que considera os pares (amigos, familiares e colegas), a dimensão aprendizagem social foi composta por sete itens e a dimensão utilidade social por doze itens. No total, foram propostos dezenove itens para a escala original de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal. Já na abordagem adaptada, voltada para os relacionamentos *online*, a dimensão aprendizagem social apresentou três itens, e a dimensão utilidade social foi composta por sete itens, totalizando dez itens. Em ambas as abordagens, as dimensões aprendizagem social

e utilidade social são formadas por itens do tipo *likert* de 7 pontos, sendo apresentadas afirmativas para os respondentes, que devem declarar seu grau de concordância (1 – discordo totalmente a 7 – concordo totalmente). Quanto mais próxima de 7 for a resposta, mais o respondente apresenta o aspecto estudado.

Os itens das duas abordagens foram aplicados em blocos separados, como duas escalas diferentes, para garantir que somente indivíduos que realmente acompanhavam influenciadores digitais e grupos de investimento em redes sociais respondessem a escala adaptada. Para isso, entre as duas escalas, foi inserido um item questionando os respondentes se acompanhavam influenciadores digitais da área de investimentos financeiros e/ou participavam de grupos em redes sociais (Facebook, Reddit, Telegram, Whatsapp, Instagram etc.) que tratam sobre investimentos financeiros. Dependendo da resposta dada, o respondente teria acesso ou não às questões da abordagem adaptada para relacionamentos *on-line*.

Como se tratou da proposição de uma escala, foi necessário submeter os vinte e nove itens à análise de conteúdo, a qual visa garantir que todos os itens propostos representam adequadamente o construto. Segundo Pasquali (2010), a análise de conteúdo deve ser feita com uma amostra de juízes, isto é, especialistas na área do construto, os quais deverão ajuizar se os itens estão se referindo ou não ao traço em questão, sendo que no mínimo 5 (LYNN, 1986; HAYNES; RICHARD; KUBIANCY, 1995) ou 6 especialistas (PASQUALI, 2010) são o suficiente. Desta forma, a Escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal foi submetida à análise por seis especialistas com notória experiência na área.

Na análise de conteúdo pelos especialistas, foram considerados os aspectos de clareza da linguagem, relevância prática, pertinência teórica, o aspecto da escala a ser utilizada no instrumento de mensuração e a designação dos itens às dimensões pré-estabelecidas (PASQUALI, 2010). A partir das respostas dos especialistas, foi calculado o nível de concordância entre eles, o que permitiu decidir pela manutenção, modificação ou exclusão dos itens sugeridos, para o qual foi empregado o Coeficiente de Validade de Conteúdo (CVC) (LYNN, 1986; DAVIS, 1992; HYRKÄS; APPELQVIST-SCHMIDLECHNER; OKSA, 2003; ALEXANDRE; COLUCI, 2011; MATOS et al., 2020), sendo considerados adequados os itens com valores superiores a 0,8 (ALEXANDRE; COLUCI, 2011; MATOS et al., 2020).

Quanto à clareza da linguagem, dos vinte e nove itens, apenas um apresentou CVC < 0,8, o qual foi reformulado para melhor compreensão. Em relação à relevância

prática, dez itens apresentaram  $CVC < 0,8$ , e, para a pertinência teórica, todos os itens apresentaram  $CVC > 0,8$ . Os seis especialistas se mostraram de acordo com os itens serem medidos através de uma escala *likert* de 7 pontos, e, quanto à designação dos itens às dimensões pré-estabelecidas, foi praticamente unânime que o item 13 – “Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também”. proposto para a abordagem original da aprendizagem social, deveria ser realocado para a dimensão utilidade social. Os resultados obtidos para os aspectos analisados através do CVC são expostos no Apêndice B desta pesquisa. Mesmo que alguns itens não tenham apresentado grande relevância para mensurar as respectivas dimensões, optou-se pela manutenção de todos os itens, visto que o processo de validação da escala, apresentado posteriormente na seção 5.3.1, tende a reduzir drasticamente o número de itens e indica a distribuição mais adequada dos itens por dimensão.

#### **4.2.3 Tolerância ao risco financeiro**

No segundo bloco do instrumento de coleta, tem-se a mensuração do construto tolerância ao risco financeiro, para a qual foi utilizada a escala *risk screening on the financial market* (RISC-FM), proposta por Wahl e Kirchler (2020). Segundo os autores, a tolerância ao risco financeiro dos indivíduos é difícil de mensurar e pode variar ao longo do tempo, o que ressalta a importância do uso de um instrumento multidimensional. Desta forma, a escala de Wahl e Kirchler (2020) é formada por quatro dimensões, a saber: propensão ao risco financeiro, atitude ao risco financeiro, capacidade de risco financeiro e conhecimento sobre risco financeiro. A propensão ao risco consiste no comportamento passado dos indivíduos quanto a decisões financeiras, enquanto a atitude ao risco se trata das atitudes dos indivíduos frente a riscos financeiros. Já a capacidade de risco é definida como a habilidade dos indivíduos de suportarem e lidarem com riscos financeiros, ao passo que o conhecimento sobre risco é o conhecimento dos indivíduos a respeito de riscos financeiros (CORDELL, 2001; 2002; WAHL; KIRCHLER, 2020).

Cada uma das dimensões da escala de tolerância ao risco financeiro é formada por cinco itens que foram validados pelos autores, totalizando vinte itens. Todos os itens são do tipo *likert* de 7 pontos, sendo que a escala *likert* para a dimensão propensão ao risco se refere à probabilidade dos respondentes em aceitarem uma

proposta (1 – totalmente improvável a 7 – totalmente provável), e, nas demais dimensões, mede-se o nível de concordância dos respondentes com as afirmativas apresentadas (1 – discordo totalmente a 7 – concordo totalmente). Nesse sentido, de maneira geral, quanto mais próxima de 7 for a resposta, mais o indivíduo será tolerante ao risco, com exceção de algumas questões das dimensões atitude ao risco e capacidade de risco, que são invertidas – uma resposta mais próxima de 7 indica um comportamento menos tolerante ao risco.

A escala, redigida originalmente na língua inglesa, foi traduzida para o português e teve seu conteúdo adaptado em alguns itens, para garantir o melhor entendimento pelos respondentes. Por exemplo, a palavra “euros” foi trocada para “reais”, e alguns itens que tratavam de “ações” foram alterados para “ativos” ou “investimentos”. Destaca-se que esta escala foi escolhida visto que a maioria de seus itens trata de investimentos em geral, sem focar em um único tipo de investimento.

#### **4.2.4 Efeito disposição**

No terceiro bloco do instrumento de coleta de dados, buscou-se conhecer o efeito disposição dos respondentes, para o qual se utilizou duas estratégias de mensuração. A primeira delas consistiu na aplicação de três afirmativas que refletem o efeito disposição, empregadas por Baker et al. (2019) e retiradas originalmente da escala de Goo et al. (2010). Como a maior parte dos itens da escala de efeito disposição proposta por Goo et al. (2010) apresenta conteúdos particulares ao mercado de ações, como opções de compra e venda e negociação à descoberto, sua adaptação seria difícil para o contexto que se desejou analisar nesta pesquisa – investimentos de modo geral. Por isso, optou-se por utilizar apenas três itens, tal como em Baker et al. (2019), que, por serem mais simples, puderam ser adaptados sem haver uma mudança drástica em seu conteúdo. As adaptações envolveram a troca da palavra “ações” por “ativos” nos itens, e a mensuração se deu através de uma escala *likert* de 7 pontos, em que 1 indica “discordo totalmente” e 7 “concordo totalmente”.

A segunda estratégia de mensuração envolveu a aplicação dos três cenários de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017). Conforme os autores, no primeiro cenário hipotético, o respondente possui apenas um ativo A em sua carteira, o qual vêm enfrentando queda em seu valor nos últimos 12 meses. No segundo cenário, o respondente possui investido valores iguais em três ativos – A, B e C, porém os ativos

B e C tiveram aumento em seus valores nos últimos 12 meses, enquanto apenas o ativo A vem enfrentando queda em seu preço. Já no terceiro cenário hipotético, novamente o respondente possui investido valores iguais em três ativos – A, B e C, e os três ativos têm enfrentado queda em seus preços nos últimos 12 meses.

A análise do efeito disposição nessa estratégia consiste em solicitar que os respondentes assinalem, para cada cenário, qual a probabilidade de vender o ativo A, através de uma escala *likert* de 7 pontos (1 – totalmente improvável a 7 – totalmente provável). Segundo Weber e Camerer (1998), estudos sobre o efeito disposição levam em conta indivíduos que vendem mais (menos) ações quando o preço de venda está acima (abaixo) de um dado ponto de referência, que pode ser o preço de compra ou preço anterior. Por isso, os autores consideraram o preço anterior como ponto de referência e utilizaram cenários com variações de outros ativos na carteira, o que afeta a percepção dos respondentes (JONSSON; SÖDERBERG; WILHELMSSON, 2017).

#### **4.2.5 Perfil de investimento**

O quarto bloco do questionário apresentou três questões sobre o perfil de investimento dos respondentes. A primeira questão envolveu a autodeclaração de perfil do investidor, em que os respondentes deveriam escolher seu perfil dentre quatro opções: conservador, moderado, arrojado e agressivo, sendo que cada opção era acompanhada de sua definição. As quatro opções e suas respectivas definições foram baseadas nas classificações de perfil de investidor utilizadas pelo Banco do Brasil (2022). Quanto à segunda questão, foi pedido para que os respondentes informassem, de 1 a 10, o quão experiente se consideravam no assunto investimentos financeiros, sendo 0 “nada experiente” e 10 “totalmente experiente”. Por fim, a terceira questão solicitou que os respondentes declarassem quais ativos financeiros faziam parte de sua carteira de investimentos no momento da participação da pesquisa. Ressalta-se que as três questões foram elaboradas pela autora.

#### **4.2.6 Perfil socioeconômico e demográfico**

O quinto e último bloco de questões do instrumento de coleta de dados tratou sobre o perfil socioeconômico e demográfico dos respondentes. Os indivíduos foram



questionados sobre idade, sexo, maior grau de escolaridade concluído, estado onde residia no momento da participação da pesquisa, renda mensal própria bruta, renda mensal familiar bruta, número de dependentes e ocupação.

#### 4.2.7 Síntese do instrumento de pesquisa

Para facilitar a compreensão do instrumento de coleta de dados empregado, é apresentada uma síntese no Quadro 1, sendo listados os construtos e variáveis analisadas e as fontes utilizadas. O questionário é formado por 68 itens e está disponível, em sua totalidade, no Apêndice C deste trabalho. Destaca-se que, antes de sua aplicação, o instrumento de coleta de dados passou por um pré-teste com dez indivíduos que fazem parte da população-alvo, apresentada na seção 3.3. O instrumento foi montado no aplicativo Google Formulários e aplicado de forma *online*.

Quadro 1 – Síntese do instrumento de pesquisa

Construto	Variável	Nº	Fonte
...	Investe regularmente	1	Elaboração própria
...	Idade	2	Elaboração própria
Tolerância ao risco financeiro	Propensão ao risco financeiro	3 a 7	Wahl e Kirchler (2020)
Influência interpessoal*	Aprendizagem social	8 e 9	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
		10 a 14	Propostos pela autora com base na literatura
	Utilidade social	15 a 19	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
		19 a 26	Propostos pela autora com base na literatura
...	Influenciadores digitais e grupos sobre investimentos em redes sociais	27	Propostos pela autora com base na literatura
Influência interpessoal (Influenciadores digitais e redes sociais)	Aprendizagem social (Influenciadores digitais e redes sociais)	32	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
		33 e 34	Propostos pela autora com base na literatura
	Utilidade social (Influenciadores digitais e redes sociais)	28 a 31 35 a 37	Propostos pela autora com base na literatura
Tolerância ao risco financeiro	Atitude ao risco financeiro	38 a 42	Wahl e Kirchler (2020)
	Conhecimento sobre risco financeiro	43 a 47	
	Capacidade de risco financeiro	48 a 52	
Efeito disposição	Escala	53 a 55	Baker et al. (2019)
	Cenários	56 a 58	Jonsson et al. (2017)
...	Perfil de investimento	59 a 61	Elaboração própria
...	Perfil socioeconômico e demográfico	62 a 68	Elaboração própria

Nota. \*O nome do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal foi representado como influência interpessoal por simplicidade. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

### 4.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população é um conjunto de todos os casos que se enquadram em uma série de especificações previamente definidas (MATTAR, 2005). Assim, para atender os objetivos desta pesquisa, a população-alvo foi composta por brasileiros que realizavam investimentos em algum tipo de produto financeiro, seja em Renda Variável, Renda Fixa, Tesouro Direto, Criptomoedas, dentre outros. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2022), em sua 5ª edição do Raio X do Investidor Brasileiro, que entrevistou uma amostra de 5.878 indivíduos em novembro de 2021, revelou que cerca de 39% da amostra realizava investimentos em produtos financeiros. A Associação expôs que, partindo da amostra estudada, dos brasileiros que investiram em 2021, 23% investiram na caderneta de poupança, 3% investiram em fundos de investimento, 2% em títulos privados, 2% em títulos públicos e 2% em ações na bolsa de valores, valendo destacar que 2% dos respondentes ainda guardavam dinheiro no colchão (ANBIMA, 2022).

Segundo Bertão (2021), no ano de 2020, boa parte dos brasileiros começou a investir na bolsa e em ativos no exterior, inclusive em criptomoedas, enquanto outros se perguntaram se ainda valeria a pena manter investimentos em títulos públicos. Foi no contexto da pandemia, em julho de 2021, que o número de investidores pessoa física com ativos em renda variável no Brasil bateu recorde, chegando a 3,2 milhões de CPFs cadastrados (B3, 2021). Ao passar dos semestres, o número de investidores tem aumentado rapidamente, dando um salto ao se comparar o terceiro trimestre de 2021 com o terceiro trimestre de 2022: o número de investidores pessoa física em renda variável passou de 3,3 milhões para 4,6 milhões, um crescimento de 35% (B3, 2022). No terceiro trimestre de 2022, estima-se que havia mais de 2,1 milhões de investidores ativos no Tesouro Direto e 12,6 milhões em Renda Fixa (B3, 2022).

Como Gil (2017) argumenta, os levantamentos costumam abranger um universo grande de elementos, sendo impossível considerá-los em sua totalidade. É o caso da população desta pesquisa, em que o número de investidores pessoa física na bolsa de valores e no Tesouro Direto é muito amplo, enquanto o número de pessoas que investem em algum tipo de ativo financeiro no Brasil é tão elevado que se torna praticamente impossível encontrar um número exato. Gil (2017) aponta que o mais comum a ser feito nesse caso é trabalhar com uma amostra, uma pequena

parte dos elementos que compõem o universo. Por conta disso, foi realizado o cálculo amostral para populações infinitas de Martins (2011), exposto na Equação 1.

$$n = \frac{(z_g^2 \cdot \hat{p} \cdot \hat{q})}{e^2} \quad (1)$$

Na Equação (1),  $n$  é o tamanho da amostra;  $z_g$  é a abscissa da distribuição normal padrão, sendo fixado um nível de confiança  $g$ ;  $\hat{p}$  é a estimativa da proporção  $p$ ;  $\hat{q}$  é a estimativa da proporção  $q$ , a qual consiste na diferença de  $1 - p$ ; e o parâmetro  $e$  é o erro amostral, que é a máxima diferença permitida entre  $p$  e  $\hat{p}$ . No processo de amostragem, foi adotado nível de confiança de 95% e erro amostral de 5,0%, chegando-se a uma amostra de 385 investidores pessoa física a serem consultados.

Ademais, foi utilizada a amostragem não-probabilística por conveniência, em que o critério de participação é a disponibilidade dos indivíduos em participar do estudo (SAUNDERS; LEWIS; THORNHILL, 2019), visto que a população não estava disponível para ser selecionada aleatoriamente (MATTAR, 2005). Como a pesquisa foi aplicada de forma *online* através de questionário apresentado no Google Formulários, e buscou atingir investidores de todas as regiões do Brasil, a divulgação ocorreu por listas de e-mail e publicações em grupos de redes sociais relacionados ao tema de estudo, e aqueles indivíduos que mostrassem interesse e se adequassem ao perfil desejado, isto é, realizassem investimentos, poderiam participar da pesquisa.

A aplicação do instrumento de pesquisa ocorreu de 20 de outubro de 2022 a 30 de junho de 2023, obtendo 573 respostas, valor acima do desejado na amostragem. Vale ressaltar que este não foi o número de respostas válidas, visto que foram aplicadas duas questões-filtro para garantir que o respondente se encaixasse na população almejada, as quais são apresentadas na Tabela 1. A primeira questão-filtro indagou se os respondentes investiam regularmente em ao menos um dos produtos financeiros listados na questão, buscando garantir a participação de pessoas que realmente realizassem investimentos financeiros. Os resultados indicam que 90,75% dos respondentes investiam em ao menos um dos produtos financeiros, enquanto 9,25% não investiam. Desta forma, o questionário prosseguiu para os 520 respondentes que marcaram “sim”, ao passo que foi encerrado para os 53 indivíduos que marcaram “não”.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das questões-filtro

Questões-filtro	Alternativa	Frequência	Percentual
Levando em conta os seguintes produtos financeiros: caderneta de poupança, contas de pagamento remuneradas (NuConta, PicPay, PagBank, iti, etc.), certificado de depósito bancário (CDB), letra de crédito do agronegócio (LCA), letra de crédito imobiliário (LCI), fundos de renda fixa, tesouro direto, debêntures, câmbio, ações, fundos imobiliários (FIIs), exchange traded funds (ETFs), opções, mercados futuros, criptomoedas, fundos de investimento (ações, multimercado), imóveis (não considerar imóveis de uso próprio) e veículos (não considerar veículos de uso próprio). <b>Você investe regularmente em ao menos um dos produtos financeiros mencionados acima?</b>	Sim.	520	90,75
	Não.	53	9,25
<b>Idade:</b>	Até 17 anos.	2	0,38
	18 anos ou mais.	518	99,62

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A segunda questão-filtro indagou a idade dos respondentes, visto que indivíduos menores de 18 anos não seriam aceitos na pesquisa. Conforme exposto na Tabela 1, dois indivíduos (0,38%) possuíam até 17 anos, para os quais o questionário foi encerrado na sequência. Após a análise das questões-filtro, chegou-se à amostra final de 518 respostas válidas, composta por indivíduos que investiam em ativos financeiros e possuíam 18 anos ou mais. Para verificar se o questionário alcançou todas as regiões do país, os respondentes foram questionados sobre o estado onde residiam. Os resultados são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Distribuição amostral dos respondentes por estado

Estado	Frequência	Percentual	Estado	Frequência	Percentual
AC	1	0,19	PA	4	0,77
AL	5	0,97	PB	12	2,32
AM	1	0,19	PE	3	0,58
AP	1	0,19	PI	1	0,19
BA	8	1,54	PR	36	6,95
CE	8	1,54	RJ	20	3,86
DF	20	3,86	RN	2	0,39
ES	1	0,19	RR	4	0,77
GO	4	0,77	<b>RS</b>	<b>150</b>	<b>28,96</b>
MA	3	0,58	SC	78	15,06
MG	44	8,49	SE	1	0,19
MS	3	0,58	<b>SP</b>	<b>104</b>	<b>20,08</b>
MT	3	0,6	TO	1	0,19

Obs.: Nenhum respondente do estado de RO – Rondônia.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Boa parte dos 518 respondentes residiam nos estados do Rio Grande do Sul (RS) (28,96%) e São Paulo (SP) (20,08%). Outros estados que tiveram participação

representativa foram Santa Catarina (SC) (15,06%), Minas Gerais (MG) (8,49%) e Paraná (PR) (6,95%). Demais estados compreenderam, individualmente, menos de 5% de participantes. Nenhum dos 518 respondentes residia no estado de Rondônia (RO), por isso, o estado não foi incluído na tabela. Pode-se dizer que a amostra conseguiu abranger boa parte do território nacional, e, ainda, que a distribuição por estado reflete o relatório “Pessoas Físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3”, divulgado em março de 2023 pela Brasil, Bolsa, Balcão (bolsa de valores brasileira) (B3, 2023), o qual indicou que a maioria dos investidores no Brasil estava concentrado nas regiões Sul e Sudeste. Todavia, no relatório da B3, a região Sudeste tem um número de investidores muito superior às demais regiões do país.

#### 4.4 ASPECTOS ÉTICOS

Para o desenvolvimento da pesquisa, foi necessário atender aos aspectos éticos e legais que envolvem estudos realizados com seres humanos. Assim, esta tese foi submetida ao Sistema Nacional de Informações sobre Ética em Pesquisa envolvendo Seres Humanos (SISNEP). O sistema foi desenvolvido pela Comissão Nacional de Ética em Pesquisa (CONEP), permitindo o registro de projetos de pesquisa e informando sobre sua tramitação, para que passem pela apreciação ética dos procedimentos propostos antes mesmo de seu início, além de integrar ao sistema todas as pesquisas envolvendo seres humanos no Brasil (ANTENOR, 2021). A submissão foi feita através da Plataforma Brasil, base nacional e unificada de registros de pesquisas com seres humanos, em que as pesquisas podem ser acompanhadas desde sua submissão até a aprovação final pela CONEP (CONEP, 2021).

Posteriormente, o estudo foi submetido ao Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos da Universidade Federal de Santa Catarina (CEPSH/UFSC), que visa defender os interesses dos participantes da pesquisa em sua integridade e dignidade e contribuir para o desenvolvimento da pesquisa dentro de padrões éticos. A pesquisa foi aprovada no CEPSH sob o CAAE: 56822022.7.0000.0121. Conforme solicitado pelo comitê, além do projeto de pesquisa, incluiu-se na submissão um Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), que apresenta aos participantes os detalhes da pesquisa, objetivos, procedimentos, riscos e benefícios, e informa e assegura seus direitos (UFSC, 2021). No Apêndice D, tem-se o TCLE que foi apresentado aos respondentes junto com o questionário *online*.

## 4.5 TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS

Para analisar os dados coletados a partir do instrumento de pesquisa, e de forma a atender aos objetivos definidos, foram empregadas diferentes técnicas de análise estatísticas, apresentadas na sequência. A descrição das técnicas se inicia pelas estatísticas descritivas, passando pela análise fatorial exploratória (AFE), empregada especificamente para a escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal. Por fim, a análise fatorial confirmatória (AFC) e a modelagem de equações estruturais (MEE) foram aplicadas para validação individual de todos os construtos analisados, e, posteriormente, para a construção e validação do modelo integrado.

### 4.5.1 Estatísticas descritivas

Como primeiro passo na análise dos dados, foram calculadas as estatísticas descritivas das variáveis, o que permite caracterizar a amostra e descrever o comportamento dos respondentes a respeito de cada um dos construtos abordados. Para avaliar o perfil de investimento e de perfil socioeconômico e demográfico, por serem variáveis nominais, foram calculados frequência e percentual. Por outro lado, para compreender o comportamento dos respondentes a respeito dos diferentes construtos, medidos através de escalas *likert*, foram calculadas média, mediana e desvio-padrão. Para as questões medidas por escala *likert*, foram calculadas, ainda, o percentual válido de respostas em cada alternativa. As estatísticas descritivas foram realizadas com o auxílio do *software* SPSS 23®.

### 4.5.2 Análise fatorial exploratória

De acordo com Brown (2006), a AFE consiste em um conjunto de técnicas multivariadas que busca encontrar a estrutura subjacente em uma matriz de dados e estabelecer o número e a natureza das variáveis latentes (fatores) que melhor representam um conjunto de variáveis observadas. Nesse sentido, ao verificar a estrutura das inter-relações de um determinado número de variáveis observadas, a AFE define os fatores que melhor explicam sua covariância (HAIR et al., 2019). Vale

ressaltar que esta técnica de análise costuma ser empregada em casos em que o pesquisador não possui uma teoria prévia subjacente ou evidências empíricas suficientes que indiquem como os itens do instrumento devem ser agrupados e avaliados; e em casos em que se busca confirmar ou contestar a estrutura fatorial de um instrumento (BROWN, 2006).

Desta maneira, a AFE foi realizada com o intuito de verificar a distribuição, em diferentes fatores, dos itens propostos para a escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal. Para a execução da AFE, utilizou-se o *software Factor* versão 12.04.01, sendo empregada uma matriz policórica e o método de extração *Robust Diagonally Weighted Least Squares* (RDWLS). A decisão quanto ao número de fatores a ser retido foi tomada com base na técnica da Análise Paralela por Implementação Clássica (HORN, 1965), sendo utilizada a rotação *Robust Promin* (LORENZO-SEVA; FERRANDO, 2019). Para examinar a adequação da análise fatorial, foram empregados o teste Kaiser-Meyer-Olkin (KMO), que deve apresentar valor superior a 0,5, e o teste de esfericidade de Bartlett, que ao se mostrar significativo, indica a fatorabilidade dos dados (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017).

Ademais, a estabilidade dos fatores foi verificada através do índice H, de Ferrando e Lorenzo-Seva (2018). Este índice avalia quão bem um conjunto de itens representa um fator comum, e seus valores variam de 0 a 1. Índices H elevados (>0,80) sugerem uma variável latente bem definida, que possivelmente será estável em diferentes estudos, ao passo que valores mais baixos indicam uma variável latente mal definida, e instável entre diferentes estudos (FERRANDO; LORENZO-SEVA, 2018). Ainda, em relação à confiabilidade dos fatores, foi utilizado o Alpha de Cronbach, o qual indica o grau de consistência interna entre os múltiplos indicadores de um fator e deve apresentar valor superior a 0,6 (HAIR et al., 2019).

#### **4.5.3 Análise fatorial confirmatória e modelagem de equações estruturais**

A etapa seguinte da análise dos dados envolveu a validação dos modelos de mensuração de cada construto e do modelo integrado, o que foi feito com a aplicação, respectivamente, da AFC e da MEE, no *software AMOS 23™*. Segundo Kline (2016), a MEE não é uma técnica estatística única, referindo-se a um conjunto de procedimentos relacionados. Hair et al. (2019) apontam que a MEE é uma técnica multivariada que associa aspectos da análise fatorial e da regressão múltipla, o que

possibilita analisar, de maneira concomitante, uma série de relações de dependência entre variáveis medidas e construtos latentes. Na MEE, tem-se a estimação de uma série de equações de regressão múltipla separadas, mas interdependentes, simultaneamente (HAIR et al., 2019). Por medir relações de dependência, a MEE é conhecida também como análise estrutural de covariância, modelagem estrutural de covariância ou análise de estruturas de covariância (KLINE, 2016).

Esta técnica se mostrou adequada para o estudo, visto que foram analisados três construtos latentes – suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Malhotra, Nunan e Birks (2017) explicam que, na MEE, um construto ou fator é um conceito latente ou não observável que pode ser definido conceitualmente, mas sua mensuração não pode ser feita de forma direta ou sem erros, logo, é mensurado através de múltiplos indicadores ou variáveis observadas. Os autores indicam, ainda, que a MEE é utilizada como uma técnica confirmatória ao invés de exploratória, ou seja, é utilizada para determinar se um certo modelo é válido.

Uma questão que deve ser levada em conta na MEE é o tamanho amostral, sendo que modelos mais complexos, com mais construtos ou mais variáveis mensuradas necessitam de amostras maiores (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Segundo Hair et al. (2019), para minimizar problemas com a violação da suposição da normalidade, é comumente aceito uma proporção de 10 respondentes por parâmetro (10:1). Os autores ainda sugerem que, de maneira geral, uma amostra mínima de 500 respondentes é adequada para modelos com grande número de construtos, alguns com baixas comunalidades e/ou que tenham menos de três itens mensurados (HAIR et al., 2019, p. 633). Por esta perspectiva, é possível concluir que não há problemas quanto ao tamanho amostral, de 518 respondentes.

Na sequência, optou-se, como matriz de entrada, pela matriz de variância-covariância, a qual é indicada por fornecer grande flexibilidade devido ao seu maior conteúdo informacional (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019). Ainda, dentre os diversos procedimentos disponíveis para a estimação da matriz de parâmetros, como os mínimos quadrados e suas variações, foi adotada a estimação direta por máxima verossimilhança, a qual é comumente empregada na MEE e assume normalidade multivariada em suas variáveis de saída (KLINE, 2016; HAIR et al., 2019).



A definição da matriz de entrada e do procedimento de estimação foram seguidos pela identificação do modelo, o que consiste em saber se existe informação o suficiente na matriz de covariância para permitir a estimação do conjunto de equações estruturais. Para isso, é indicado como uma regra geral que existam pelo menos três variáveis observáveis para cada construto latente (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Assim, tomou-se o cuidado para que cada construto tivesse no mínimo três indicadores (itens).

Após especificados os modelos de mensuração dos construtos, foi realizada a análise da validade, que permite identificar o grau em que o conjunto de medidas representa corretamente o conceito estudado, sendo consideradas a validade convergente – grau em que duas medidas do mesmo conceito estão correlacionadas – e a validade discriminante – grau em que dois conceitos similares são distintos (HAIR et al., 2019). Para a validade convergente, utilizou-se a Variância Média Extraída (AVE), definida como a carga fatorial quadrática média, isto é, a soma das cargas padronizadas ao quadrado dividida pelo número de indicadores, sendo equivalente à comunalidade de um construto. Uma AVE com valor mínimo de 0,5 é adequada, sugerindo boa convergência, enquanto valores inferiores a 0,5 indicam que a composição do construto não é adequada (FORNELL; LARCKER, 1981; MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2016).

A validade convergente também incluiu a verificação da qualidade de ajuste (*goodness-of-fit*) dos modelos, que aponta o quão bem o modelo especificado reproduz a matriz de covariância entre os itens indicadores, estando disponíveis na literatura diversos índices de ajuste (HAIR et al., 2019). Tais índices de ajuste são classificados em absolutos, pelos quais cada modelo é avaliado independentemente de outros possíveis modelos; e relativos, que avaliam quão bem o modelo especificado se ajusta aos dados da amostra em relação a algum modelo alternativo que é tratado como um modelo de referência (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019). Conforme Hair et al. (2019), utilizar três ou quatro índices é o suficiente para dar evidências adequadas do ajuste dos modelos, sendo ao menos um de ajuste absoluto e um de ajuste incremental. Desta forma, optou-se por utilizar, como índices de ajuste absolutos, a estatística qui-quadrado ( $\chi^2$ ), a razão  $\chi^2$ /graus de liberdade e o *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA). Já as medidas de ajuste incremental adotadas foram o *Comparative Fit Index* (CFI) e o *Tucker-Lewis*

*Index* (TLI) (BYRNE, 2016; SCHUMACKER; LOMAX, 2016; MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019).

Quanto aos índices de ajuste absoluto, a medida qui-quadrado ( $\chi^2$ ) possibilita avaliar a significância das diferenças entre a matriz observada ( $\Sigma$ ) e a matriz estimada ( $\Sigma\Theta$ ), e os resultados esperados para tal variam de acordo com o tamanho amostral e o número de variáveis analisadas (HAIR et al., 2019). Segundo os autores, para uma amostra com mais de 250 casos, se o número de variáveis observadas for menor que 12, espera-se um valor de  $\chi^2$  não significativo ( $p\text{-valor}>0,05$ ) para o teste de hipótese  $H_0: \Sigma = \Sigma\Theta$ . Todavia, se forem analisadas 12 ou mais variáveis, espera-se um  $\chi^2$  significativo ( $p\text{-valor}<0,05$ ) (HAIR et al., 2019). Visto a sensibilidade da medida às características dos modelos, foi calculada, em conjunto, a razão entre o valor do  $\chi^2$  e os graus de liberdade (gl) ( $\chi^2/\text{gl}$ ), o que é chamado de  $\chi^2$  normalizado, sendo que proporções da ordem 3:1 ou menos estão associadas à modelos mais bem ajustados (BYRNE, 2016; KLINE, 2016; HAIR et al., 2019).

Na sequência, o índice *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) examina a diferença entre a covariância observada e a estimada, e ajusta o valor do Qui-quadrado fatorando os graus de liberdade e o tamanho da amostra, sendo aceitáveis valores inferiores a 0,06 (HU; BENTLER, 1999; HOOPER; COUGHLAN; MULLEN, 2008). Conforme Hair et al. (2019), o RMSEA representa melhor o quão bem um modelo se ajusta a uma população, e não apenas a uma amostra utilizada para estimação. Em relação aos índices de ajuste incrementais, o *Comparative Fit Index* (CFI) indica a proporção das covariâncias observadas que podem ser explicadas pelo modelo, assumindo valores entre 0 e 1, com valores desejados acima de 0,95 (HU; BENTLER, 1999; BYRNE, 2016; MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017). Por fim, o *Tucker-Lewis Index* (TLI) apresenta interpretação similar ao CFI, todavia sua natureza não normalizada permite com que sejam encontrados valores abaixo de 0 ou acima de 1, sendo que valores próximos a 0,95 indicam um ajuste adequado (HU; BENTLER, 1999; BYRNE, 2016; MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017).

Para a validade convergente, também foi necessário verificar a significância ao nível de 5% dos coeficientes ou cargas fatoriais estimados e a magnitude das cargas fatoriais, as quais deveriam ser superiores a 0,5, procedendo-se para a exclusão das variáveis com carga inferior a este valor no caso de ajuste inadequado do modelo (HAIR et al., 2019). Ademais, foi analisada a confiabilidade composta, medida de confiabilidade da consistência interna entre os diversos indicadores de um

construto, sendo desejados valores acima de 0,7 (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019).

Quanto à validade discriminante, foi empregado o critério de Fornell e Larcker, pelo qual são comparadas as raízes quadradas da AVE: a raiz quadrada da AVE de cada construto deve ser maior do que sua correlação mais alta com qualquer outro construto (FORNELL; LARCKER, 1981; HAIR et al., 2016). Segundo Hair et al. (2016), a lógica por trás dessa análise se baseia na ideia de que um construto compartilha mais variância com seus indicadores associados do que com qualquer outro construto.

A estimação dos modelos de mensuração foi feita a partir da estratégia de desenvolvimento de modelos (JÖRESKOG, 1993; BYRNE, 2016; HAIR et al., 2019). Na situação de os modelos propostos inicialmente não alcançarem os valores mínimos desejados para os índices de ajuste analisados, decidiu-se que seriam realizados ajustes pela aplicação de índices de modificação sugeridos pelo *software*, ou seja, a inclusão de correlações entre os erros dos itens e a exclusão de variáveis com baixos coeficientes, considerando o suporte teórico (HAIR et al., 2019). Vale ressaltar que as correlações podem ser classificadas como muito baixas quando inferiores a 0,2; baixas entre 0,20 e 0,39; moderadas entre 0,40 e 0,69; e elevadas entre 0,70 e 0,89 (PESTANA; GAGEIRO, 2014).

Após realizada a validação individual dos modelos de mensuração dos construtos Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e Tolerância ao risco financeiro, foi sugerida uma metodologia de aplicação de tais construtos. Em ambos os casos, foram construídos indicadores a partir das médias ponderadas das respostas obtidas para cada dimensão dos construtos, sendo a ponderação feita com base nos coeficientes padronizados dos modelos. O nível de suscetibilidade à influência interpessoal dos investidores participantes variou de um a sete, sendo que, quanto mais próximo de sete, mais o respondente era influenciado pelos pares em suas decisões de investimento. Para o nível de tolerância ao risco financeiro, que também variou de um a sete, quanto mais próximo de sete, mais o indivíduo é tolerante ao risco em suas decisões financeiras (WAHL; KIRCHLER, 2020).

A última etapa da análise dos dados envolveu a construção e avaliação do modelo integrado, agregando os modelos de mensuração e o modelo estrutural (teórico), de forma a verificar os efeitos integrados da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre os construtos tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Segundo Kline (2016), a avaliação do modelo integrado abrange a análise

da significância dos coeficientes de regressão, permitindo avaliar a estrutura teórica hipotetizada; assim como a análise dos índices de ajuste. Assim, foram empregados os mesmos índices de ajuste utilizados na validação individual dos construtos ( $\chi^2$ ,  $\chi^2/df$ , RMSEA, CFI, TLI) e, caso os modelos não atendessem aos valores mínimos, seriam realizadas modificações sugeridas pelo software, seguindo a estratégia de desenvolvimento de modelos (BYRNE, 2016).

#### 4.5.4 Síntese das técnicas de análise dos dados

Buscando facilitar o entendimento a respeito de cada técnica de análise utilizada, tem-se, no Quadro 2, uma síntese das técnicas utilizadas conforme os objetivos específicos definidos na introdução do estudo. Para o primeiro objetivo, utilizou-se as análises fatoriais exploratória e confirmatória; relativo ao segundo objetivo, empregou-se a análise fatorial confirmatória; por fim, para o terceiro objetivo, foi utilizada a modelagem de equações estruturais.

Quadro 2 – Síntese das técnicas de análise dos dados

Objetivo	Técnica
1. Construir e validar uma escala para avaliação do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, considerando como fatores formadores a aprendizagem social e a utilidade social	<p><b>Análise fatorial exploratória</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Teste KMO</li> <li>• Teste de esfericidade de Bartlett</li> <li>• Análise paralela de Horn</li> <li>• Análise das cargas rotacionadas</li> <li>• Índice H</li> <li>• <i>Alpha de Cronbach</i></li> </ul>
2. Avaliar os comportamentos de tolerância ao risco financeiro e efeito disposição dos investidores brasileiros	<p><b>Análise fatorial confirmatória</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AVE</li> <li>• Qui-quadrado, RMSEA, CFI, TLI</li> <li>• Confiabilidade composta</li> <li>• Critério de Fornell e Larcker</li> </ul>
3. Elaborar um modelo integrado que detecte os efeitos do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição	<p><b>Modelagem de equações estruturais</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Qui-quadrado, RMSEA, CFI, TLI</li> <li>• Significância estatística das cargas fatoriais</li> </ul>

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

## 5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo, são analisados e discutidos os resultados a partir dos dados coletados com o questionário, visando responder o problema de pesquisa, alcançar os objetivos definidos e averiguar as hipóteses teóricas. O capítulo está dividido em quatro partes, sendo que na primeira parte se apresenta o perfil dos respondentes da pesquisa. Na segunda parte, tem-se as estatísticas descritivas das questões referentes aos construtos estudados (susceptibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição). Na terceira parte, expõe-se a validação individual dos construtos de primeira e segunda ordem; especialmente a validação do construto de segunda ordem susceptibilidade dos investidores à influência interpessoal. Por fim, na quarta parte, tem-se a validação e análise do modelo integrado, que busca demonstrar o efeito do nível de susceptibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição.

### 5.1 PERFIL DA AMOSTRA

Dando início à análise dos resultados, tem-se a análise do perfil dos respondentes, cujos resultados estão expostos na Tabela 3.

Tabela 3 – Perfil dos respondentes pelas variáveis sexo, idade, grau de escolaridade e ocupação (continua)

Variáveis		Frequência	Percentual
Sexo	Masculino.	347	66,99
	Feminino.	169	32,63
	Prefiro não responder.	2	0,39
Idade	De 18 a 22 anos.	26	5,02
	De 23 a 27 anos.	51	9,85
	De 28 a 32 anos.	95	18,34
	De 33 a 37 anos.	90	17,37
	De 38 a 42 anos.	84	16,22
	De 43 a 47 anos.	62	11,97
	De 48 a 52 anos.	39	7,53
	De 53 a 57 anos.	24	4,63
	De 58 a 59 anos.	14	2,7
	60 anos ou mais.	33	6,37
Maior grau de escolaridade concluído	Ensino fundamental incompleto.	1	0,19
	Ensino fundamental.	1	0,19
	Ensino médio.	30	5,79
	Ensino técnico.	14	2,70

Tabela 3 – Perfil dos respondentes pelas variáveis sexo, idade, grau de escolaridade e ocupação (conclusão)

Variáveis		Frequência	Percentual
<b>Maior grau de escolaridade concluído</b>	Ensino superior.	84	16,22
	Mestrado ou Especialização/MBA.	234	45,17
	Doutorado.	150	28,96
	Outro.	4	0,77
<b>Ocupação</b>	Assalariado(a) com carteira de trabalho assinada.	91	17,57
	Assalariado(a) sem carteira de trabalho.	15	2,90
	Funcionário(a) Público(a).	249	48,07
	Autônomo(a) regular.	40	7,72
	Empresário(a).	38	7,34
	Freelancer/Bico/Trabalhador(a) Informal.	2	0,39
	Bolsista.	30	5,79
	Só aposentado(a).	14	2,70
	Só estudante.	18	3,47
	Desempregado(a) (à procura de emprego).	4	0,77
	Desempregado(a) (não procura emprego).	2	0,39
	Outro.	15	2,90

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme informações da Tabela 3, a maior parte da amostra de 518 respondentes é do sexo masculino (66,99%), enquanto apenas 32,63% são do sexo feminino, resultado que reflete o perfil dos investidores pessoa física no Brasil, exposto no relatório da B3 (2023). Segundo a B3, ao se considerar apenas investimentos de renda variável, 77% dos investidores são homens e apenas 23% são mulheres, ao passo que, para investimentos em tesouro direto, 61% dos investidores são homens e 39% são mulheres.

Quanto à idade dos indivíduos da amostra, as faixas etárias que mais compreenderam respondentes foram as de 28 a 32 anos (18,34% da amostra), de 33 a 37 anos (17,37%), de 38 a 42 anos (16,22%) e de 43 a 47 anos (11,97%). Considerando que o questionário foi aplicado entre 2022 e 2023, tal resultado indica que a amostra é composta predominantemente de indivíduos da Geração Y ou *Millenials*, nascidos entre 1980 e 1994 (MCCRINDLE; WOLFINGER, 2009). Este perfil se aproxima do apresentado no relatório da B3 (2023), em que, no ano de 2023, 49% dos investidores em renda variável possuíam entre 25 e 39 anos.

Em relação ao grau de escolaridade, 45,17% deles concluíram o mestrado ou especialização/MBA, enquanto 28,96% concluíram o doutorado e 16,22% concluíram o ensino superior, o que indica uma amostra de indivíduos com escolaridade predominantemente elevada. A respeito da ocupação, quase metade dos respondentes eram funcionários públicos (48,07%), enquanto 15,57% eram assalariados com carteira de trabalho assinada, 7,72% eram autônomos regulares,

7,34% eram empresários e 5,79% eram bolsistas. Demais opções de ocupação tiveram menos de 5% das respostas.

Após a análise do perfil sociodemográfico da amostra, tem-se na Tabela 4 os dados referentes à renda dos 518 participantes do estudo.

Tabela 4 – Perfil de renda dos respondentes pelas variáveis renda mensal própria bruta, renda mensal familiar bruta e dependentes financeiros

	Variáveis	Frequência	Percentual
<b>Renda mensal própria bruta (salário, bolsa, mesada, benefício socioeconômico, aposentadoria, pensão, aluguéis, bicos etc.)</b>	Não possuo renda própria.	13	2,51
	Até R\$1.212,00.	12	2,32
	Entre R\$ 1.212,01 e R\$ 2.424,00.	26	5,02
	Entre R\$ 2.424,01 e R\$ 3.636,00.	35	6,76
	Entre R\$ 3.636,01 e R\$ 4.848,00.	56	10,81
	Entre R\$ 4.848,01 e R\$ 6.060,00.	51	9,85
	Entre R\$ 6.060,01 e R\$ 9.696,00.	73	14,09
	Entre R\$ 9.696,01 e R\$ 12.120,00.	70	13,51
	Entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00.	124	23,94
	R\$ 24.240,01 ou mais.	58	11,20
<b>Renda mensal familiar bruta (salário, bolsa, mesada, benefício socioeconômico, aposentadoria, pensão, aluguéis, bicos etc.)</b>	Até R\$1.212,00.	7	1,35
	Entre R\$ 1.212,01 e R\$ 2.424,00.	7	1,35
	Entre R\$ 2.424,01 e R\$ 3.636,00.	14	2,70
	Entre R\$ 3.636,01 e R\$ 4.848,00.	22	4,25
	Entre R\$ 4.848,01 e R\$ 6.060,00.	34	6,56
	Entre R\$ 6.060,01 e R\$ 9.696,00.	78	15,06
	Entre R\$ 9.696,01 e R\$ 12.120,00.	80	15,44
	Entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00.	151	29,15
R\$ 24.240,01 ou mais.	125	24,13	
<b>Possui dependentes financeiros (filhos, enteados, pais, parentes, amigos etc.)</b>	Não possuo dependentes financeiros.	232	44,80
	Uma pessoa.	134	25,90
	Duas pessoas.	107	20,70
	Três pessoas.	33	6,40
	Quatro pessoas.	10	1,90
	Cinco pessoas ou mais.	2	0,40

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

De acordo com a Tabela 4, ao serem questionados a respeito da renda mensal própria bruta, 23,94% dos participantes informaram receber, individualmente, valores entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00 (classe B), enquanto 14,09% declararam receber entre R\$ 6.060,01 e R\$ 9.696,00 e 13,51% entre R\$ 9.696,01 e R\$ 12.120,00 (classe C). Somando os percentuais de resposta em cada alternativa, percebe-se que a maior parte da amostra (62,74%) recebe valores acima de R\$ 6.060,01, ou seja, faz parte da classe C ou superior, seguindo a classificação de classes sociais por número de salários mínimos do IBGE (2022).

Em relação à renda mensal familiar bruta, 29,15% declararam renda familiar entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00 (Classe B), enquanto 24,13% informaram renda de R\$ 24.240,01 ou mais (Classe A) e 15,44% possuem renda familiar entre R\$

9.696,01 e R\$ 12.120,00 (Classe C). De maneira geral, percebe-se que a maioria dos indivíduos da amostra (53,28%) pertencem a famílias de classes sociais mais elevadas, A e B. A respeito de possuírem ou não dependentes, 44,80% dos respondentes informaram não possuírem dependentes financeiros, ao passo que 25,90% declararam possuir apenas um dependente e 20,70% informaram dois dependentes. O grande percentual de respondentes que não possuem dependentes financeiros ou que possuem apenas um dependente reflete a redução na taxa de fecundidade (número de filhos que uma mulher tem ao longo de sua vida reprodutiva), e, conseqüentemente, a redução no tamanho das famílias no Brasil, ocasionado pelas mudanças no padrão de consumo e preferências sociais, como a priorização da carreira profissional (BRITO, 2023).

A etapa seguinte compreendeu a análise do perfil de investimentos da amostra, sendo expostos, na Tabela 5, os resultados obtidos para as três questões sobre o assunto.

Tabela 5 – Perfil de investimento dos respondentes pelas variáveis perfil autodeclarado, produtos na carteira de investimentos, e se acompanha influenciadores digitais e grupos em redes sociais da área de investimentos

(continua)

	<b>Variáveis</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentual</b>
<b>Perfil do investidor</b>	Conservador.	107	20,66
	Moderado.	199	38,42
	Arrojado.	161	31,08
	Agressivo.	51	9,85
<b>Investimentos que fazem parte da carteira de investimentos (permitido marcar mais de uma opção)</b>	Caderneta de poupança.	192	37,07
	Contas de pagamento remuneradas (NuConta, PicPay, PagBank, iti, etc.).	213	41,12
	Certificado de Depósito Bancário (CDB).	320	61,78
	Letra de Crédito do Agronegócio (LCA).	145	27,99
	Letra de Crédito Imobiliário (LCI).	147	28,38
	Fundos de Renda Fixa.	220	42,47
	Tesouro Direto.	277	53,47
	Debêntures.	67	12,93
	Câmbio.	62	11,97
	Ações.	312	60,23
	Fundos Imobiliários (FIIs).	244	47,10
	Exchange Traded Funds (ETFs).	109	21,04
	Opções.	34	6,56
	Mercados futuros.	23	4,44
	Criptomoedas.	118	22,78
	Fundos de investimento (ações, multimercado).	178	34,36
	Imóveis (não considerar imóveis de uso próprio).	115	22,20
	Veículos (não considerar veículos de uso próprio).	8	1,54
	Outros.	28	5,41



Tabela 5 – Perfil de investimento dos respondentes pelas variáveis perfil autodeclarado, produtos na carteira de investimentos, e se acompanha influenciadores digitais e grupos em redes sociais da área de investimentos

		(conclusão)	
Variáveis		Frequência	Percentual
<b>Acompanha influenciadores digitais da área de investimentos financeiros e/ou participa de grupos em redes sociais (Facebook, Reddit, Telegram, Whatsapp, Instagram etc.) que falam sobre investimentos financeiros?</b>	Não acompanho influenciadores digitais de investimentos financeiros nem participo de grupos em redes sociais.	179	34,56
	Apenas acompanho influenciadores digitais da área de investimentos financeiros.	178	34,36
	Apenas participo de grupos de investimentos em redes sociais.	29	5,60
	Acompanho influenciadores digitais da área de investimentos financeiros e participo de grupos em redes sociais.	132	25,48

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Na Tabela 5, verifica-se que 38,42% dos respondentes se autodeclararam investidores de perfil “moderado”, isto é, que buscam equilíbrio nas aplicações, dispostos a um certo nível de risco, mas sem comprometer a liquidez de seus investimentos. Ainda, 31,08% se declararam como investidores “arrojados”, os quais compreendem que perdas a curto prazo são momentâneas, e 20,66% como “conservadores”, os quais têm como prioridade a segurança do patrimônio. Apenas 9,85% se declararam como investidores “agressivos”, os quais estão dispostos a dedicar boa parte dos seus recursos em oportunidades de ganhos mais elevadas e arriscadas, segundo a classificação do Banco do Brasil (2022). De maneira geral, é possível dizer que 59,08% dos respondentes aceitariam muito pouco ou algum nível de risco, por conta dos perfis conservadores e arrojados; ao passo que 40,93% aceitariam níveis mais elevados de risco, devido aos perfis arrojado e agressivo.

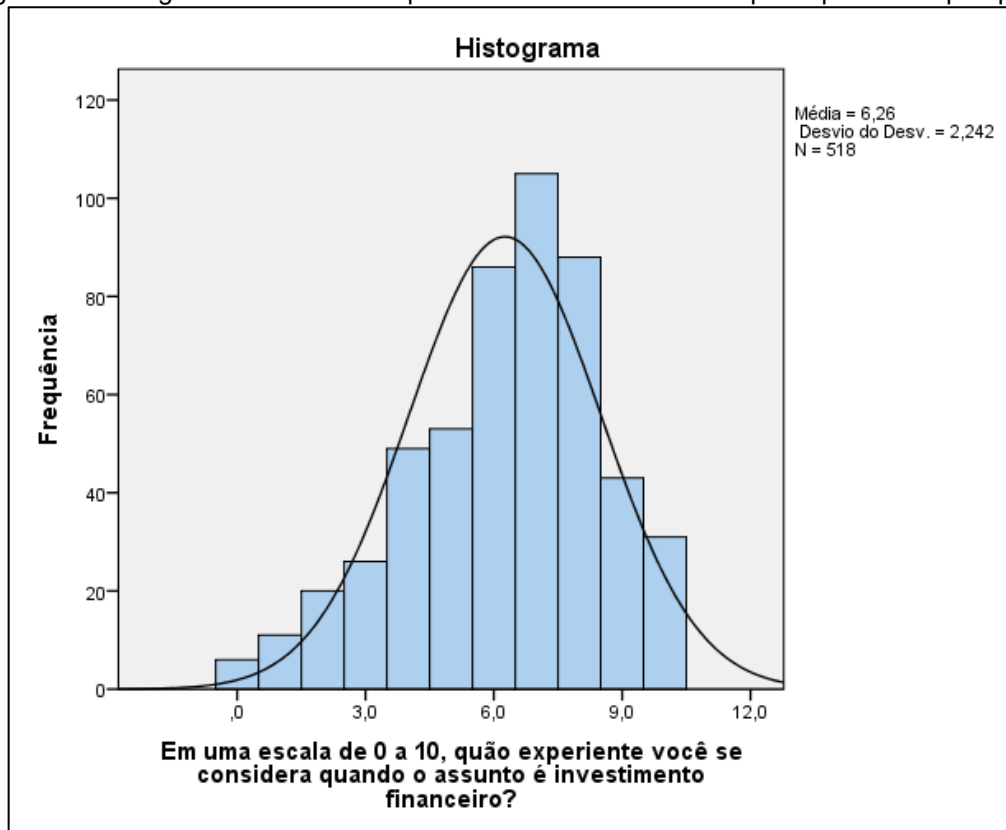
Quanto aos produtos financeiros que fazem parte das carteiras de investimento dos respondentes, o Certificado de Depósito Bancário (CDB) foi o produto mais citado, compondo a carteira de 61,78% da amostra; em segundo lugar, estão as Ações, produto citado por 60,23% dos respondentes; e, em terceiro lugar, tem-se o Tesouro Direto, presente na carteira de 53,47% da amostra. Outros produtos de investimento bastante citados foram: Fundos Imobiliários (FIIs) (47,10%), Fundos de Renda Fixa (42,47%), contas de pagamento remuneradas (41,12%), caderneta de poupança (37,07%) e fundos de investimento do tipo ações ou multimercado (34,36%). Já os investimentos menos citados foram: opções (6,56%), mercados futuros (4,44%) e veículos (1,54%). É possível sugerir que as respostas para o perfil de investidor autodeclarado refletem os produtos financeiros que compõem a carteira

de investimentos dos respondentes. Dentre os 3 investimentos mais citados, que fazem parte da carteira de mais da metade da amostra, dois deles são do tipo renda fixa e apenas um do tipo renda variável.

Quando questionados se acompanhavam influenciadores digitais e/ou grupos em redes sociais que tratam sobre investimentos financeiros, 34,56% dos respondentes declararam não acompanhar nenhum dos dois; ao passo que 34,36% informaram que apenas acompanham influenciadores digitais da área de investimentos. Ademais, 25,48% dos participantes confirmaram que acompanham ambos, enquanto somente 5,60% participam apenas de grupos de investimentos nas redes sociais. A partir de tais percentuais, pode-se sugerir que a amostra é formada, em sua maioria (65,44%), por indivíduos que utilizam a *internet* como fonte de informações sobre investimentos financeiros.

Posteriormente, os participantes foram convidados a assinalarem, de 1 a 10, quão experientes se consideravam no assunto “investimentos financeiros”. A distribuição de frequência das respostas é exposta na Figura 2, enquanto média, mediana e desvio-padrão são apresentados na Tabela 6.

Figura 2 – Histograma do nível de experiência autodeclarado dos participantes da pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Tabela 6 – Perfil de investimento dos respondentes pelo nível de experiência autodeclarado

<b>Variável</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desv. Pad.</b>
Em uma escala de 0 a 10, quão experiente você se considera quando o assunto é investimento financeiro? (0=Nada experiente; 10=Totalmente experiente)	6,26	7,00	2,24

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Quanto à autoavaliação de experiência em investimentos financeiros, as informações apresentadas na Figura 2 e Tabela 6 indicam que a média das respostas foi de 6,26, próxima da mediana, de 7, em uma escala de 0 a 10. Vale destacar que pouco mais de 50% dos respondentes se auto atribuíram nota 7 ou superior. Este resultado indica que os respondentes se consideram relativamente experientes no tema dos investimentos, não sendo totalmente experientes, porém estando longe de serem inexperientes. Tal resultado pode ser confirmado, por exemplo, pela diversidade de produtos de investimento nos quais os respondentes declararam investir, cuja escolha exige preparação prévia por parte do investidor.

## 5.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS CONSTRUTOS ESTUDADOS

Findadas as estatísticas descritivas de perfil, a etapa seguinte abarcou as estatísticas descritivas dos itens dos construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Neste capítulo, são apresentados os valores para média, mediana e desvio-padrão, enquanto os percentuais válidos em cada alternativa de resposta dos itens analisados são apresentados nos Apêndices E e F (suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal – abordagem original e abordagem dos influenciadores digitais e redes sociais), G (tolerância ao risco financeiro) e H (efeito disposição).

O primeiro construto analisado é a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, construto cuja formação é proposta nesta tese. Sugere-se a formação do construto com dois fatores: aprendizagem social e utilidade social, ambos medidos de 1 (discordo totalmente) a 7 (concordo totalmente), sendo que, quanto mais próxima a média for de 7(1), mais(menos) os indivíduos apresentam tal comportamento. O construto foi proposto sob duas abordagens, sendo a primeira com as questões originais sobre a percepção frente aos pares (amigos, familiares e colegas), e a segunda voltada para as interações com influenciadores digitais e grupos

de investimento em redes sociais. Na Tabela 7, tem-se as estatísticas descritivas dos itens do construto pela abordagem original.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal

Fator	Itens	Média	Mediana	Desv. Pad.	
Escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal	Aprendizagem social	8. Para ter certeza de realizar o investimento certo, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) em quais produtos financeiros investem.	3,09	3,00	1,92
		9. Se tenho pouca experiência com algum tipo de investimento, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) sobre ele.	3,52	3,00	2,12
		10. Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro.	3,06	2,00	2,01
		11. Acho mais confiável buscar dicas de investimento com meus pares (amigos, familiares e colegas) do que com bancos, corretoras ou profissionais da área.	2,71	2,00	1,80
		12. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de meus pares (amigos, familiares e colegas) do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	2,12	2,00	1,44
		13. Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também.	4,11	4,00	2,04
		14. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com meus pares (amigos, familiares e colegas).	2,28	2,00	1,66
	Utilidade social	15. Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros.	2,42	1,00	1,87
		16. Geralmente compro os ativos financeiros que acho que os outros aprovarão.	1,78	1,00	1,26
		17. Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu.	3,39	4,00	1,94
		18. Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem.	2,27	1,50	1,65
		19. Invisto em ativos que os outros investem.	2,82	3,00	1,70
		20. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	2,20	2,00	1,50
		21. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores.	4,40	5,00	2,06
		22. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1,70	1,00	1,23
		23. Busco aprovação de meus pares (amigos, familiares e colegas), antes de realizar um investimento financeiro.	1,80	1,00	1,34
		24. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	2,02	1,00	1,49
		25. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que meus pares (amigos, familiares e colegas) investiram.	2,61	2,00	1,67
		26. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda.	2,41	1,00	1,83

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme exposto na Tabela 7, os sete itens do fator aprendizagem social alcançaram médias inferiores a 5. O item com maior média foi “Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também” (média 4,11), afirmativa com a qual os respondentes se mostraram predominantemente indiferentes. De maneira geral, os indivíduos discordam ou discordam parcialmente que preferem seguir dicas de investimento de seus pares do que analisar os retornos históricos dos ativos (média 2,12); que grande parte do que sabem sobre investimentos aprenderam com seus pares (média 2,28); e

que é mais confiável buscar dicas de investimento com os pares do que com instituições especializadas e profissionais da área (média 2,71). Assim, é provável que, para a amostra estudada, os pares – amigos, familiares e colegas de trabalho – não tiveram papel tão relevante na aprendizagem dos respondentes frente aos investimentos financeiros, visto que, para todos os itens, as médias de respostas estão mais próximas de 1 (discordo totalmente) do que de 7 (concordo totalmente).

Quanto ao fator utilidade social, composto por doze itens, novamente todos os itens alcançaram médias inferiores a 5. O item que obteve maior média foi “Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores” (média 4,40 e mediana 5), o que indica que os respondentes são indiferentes ou concordam parcialmente com a afirmativa. Ainda, destaca-se o item “Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu” (média 3,39 e mediana 4), afirmativa da qual os respondentes discordam parcialmente ou são indiferentes.

Três itens alcançaram médias bastante baixas, indicado que os respondentes discordam ou discordam totalmente que procuram investir nos mesmos ativos financeiros que seus pares, pois se preocupam com a reputação perante eles (média 1,70); que geralmente compram ativos financeiros que acham que os outros aprovarão (média 1,78); e que buscam aprovação de seus pares antes de realizar um investimento financeiro (média 1,80). Tais resultados permitem sugerir que os respondentes não buscam reconhecimento ou aprovação de seus pares ao realizarem investimentos financeiros, e não há, por parte dos respondentes, uma necessidade de pertencimento a um grupo relacionado ao tema de investimentos.

Na sequência, são analisados os dois fatores propostos para a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais. Vale destacar que os itens desta escala não foram utilizados na análise principal da pesquisa, visto que não eram itens de resposta obrigatória para todos os respondentes e, por isso, obtiveram poucas respostas, tal como apresentado anteriormente na Tabela 5. O pequeno número de respostas válidas para tais questões não permite obter resultados confiáveis através da Modelagem de Equações Estruturais. A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas dos dez itens do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais. No Apêndice F, ao final do trabalho, é relatado o número de respostas válidas para cada item deste construto.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais

Fator		Itens	Média	Mediana	Desv. Pad.
Escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal – Influenciadores digitais e redes sociais	Aprendizagem social	32. Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro.	4,05	5,00	1,96
		33. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	2,72	2,00	1,72
		34. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com influenciadores digitais e em redes sociais.	3,93	4,00	2,14
	Utilidade social	28. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	3,05	3,00	1,80
		29. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais.	4,01	4,00	2,09
		30. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1,95	1,00	1,46
		31. Busco aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participo, antes de realizar um investimento financeiro.	1,94	1,00	1,49
		35. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais, pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	2,71	2,00	1,75
		36. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais investiram.	2,50	2,00	1,70
		37. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais também experimentassem a mesma perda.	2,43	2,00	1,76

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Quanto ao fator aprendizagem social, obteve-se apenas 339 respostas válidas (34,6% de casos omissos) para seus três itens, e as médias das respostas ficaram, novamente, abaixo de 5. Verifica-se que, em média, os investidores são indiferentes à afirmativa “Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro” (média 4,05 e mediana 5). Para os outros dois itens, os respondentes discordam ou discordam parcialmente que, antes de tomarem uma decisão de investimento, preferem seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais, do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros (média 2,72); e discordam parcialmente de que grande parte do que sabem sobre investimentos, aprenderam com influenciadores digitais e em redes sociais.

Para a amostra estudada, pode-se sugerir que nem os pares nem as redes sociais ou influenciadores digitais tiveram um grande impacto no aprendizado dos respondentes a respeito de investimentos financeiros. Uma das possíveis justificativas para tal pode estar no fato de que a maioria dos participantes possui um nível de escolaridade elevado (pós-graduação), o que indica uma possível obtenção de conhecimentos pela via formal – estudo, formação acadêmica e técnica.

Em relação ao fator utilidade social, formado por sete itens, os quatro primeiros itens, que tratam apenas de redes sociais, tiveram apenas 161 respostas válidas (68,9% de casos omissos), ao passo que os três últimos itens, que tratam sobre influenciadores digitais e redes sociais, obtiveram 339 respostas válidas (34,6% de casos omissos). A média das respostas permaneceu abaixo de 5. O item que alcançou maior média foi “Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais” (média 4,01 e mediana 4), todavia, a média obtida indica a indiferença dos respondentes.

Duas afirmativas alcançaram médias inferiores à 2, indicando que os respondentes discordam ou discordam totalmente de que buscam aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participam, antes de realizar um investimento financeiro (média 1,94); e de que procuram investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participam, pois se preocupam com sua reputação perante eles (média 1,95). Os resultados encontrados permitem sugerir que a amostra analisada não está preocupada em passar uma boa imagem ou se sentir parte de um grupo quando interagindo no ambiente das redes sociais, tal como verificado anteriormente, para a relação com seus pares (familiares, amigos e colegas de trabalho).

O próximo construto a ser analisado é a tolerância ao risco financeiro, formado por 4 fatores: propensão ao risco financeiro, atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro (WAHL; KIRCHLER, 2020). Cada fator é formado por cinco itens. Vale ressaltar que o fator propensão ao risco financeiro (5 itens) é medido em uma escala de 1 (totalmente improvável) a 7 (totalmente provável), e interpretado da seguinte maneira: quanto mais próxima a resposta for de 7(1), maior(menor) a propensão ao risco do indivíduo. Os demais fatores são medidos de 1 (discordo totalmente) a 7 (concordo totalmente), e, da mesma forma, quanto mais próxima a resposta for de 7(1), maior(menor) o traço no indivíduo. Na Tabela 9, tem-se as estatísticas descritivas dos itens de cada fator.

Para o fator propensão ao risco financeiro, dois itens alcançaram médias superiores a 5, indicando que os respondentes provavelmente aceitariam investir em uma empresa respeitada cujo futuro é relativamente seguro (média 5,83) e adquirir ações que não poderão ser vendidas pelos próximos três anos e não pagarão dividendos até lá, porém, que podem valer dez vezes mais do que valem após a oferta pública inicial (média 5,16). Demais itens, que propõem que o respondente tem um

ganho ou perda certos, e pode apostar novamente, alcançaram médias mais baixas, inferiores a 5, indicando que os respondentes são indiferentes ou que provavelmente não aceitariam estas apostas. Isso permite argumentar que, em cenários nos quais os indivíduos já ganharam (seja R\$ 50,00 ou R\$ 10.000,00) ou perderam (R\$ 20,00), eles terão uma menor propensão ao risco financeiro – não desejam agravar sua situação; ao passo que, quando ainda não receberam ou perderam nenhum valor, demonstram um nível mais elevado de propensão ao risco financeiro.

Tabela 9 – Estatísticas descritivas dos itens do construto tolerância ao risco financeiro

Fator	Itens	Média	Mediana	Desv. Pad.	
Tolerância ao risco financeiro	Propensão ao risco financeiro (1= Totalmente improvável; 7 = Totalmente provável)	3. Cenário 1: Imagine que você está participando de um concurso de perguntas e respostas e recebe duas ofertas: aceitar R\$ 50,00 ou fazer uma aposta. Se você escolher a aposta, uma moeda será lançada. Se você previr o lado corretamente, receberá R\$ 100,00, se previr o lado incorretamente, não receberá nada. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?	3,68	3,00	2,29
		4. Cenário 2: Imagine que você poderia investir em uma empresa respeitada cujo futuro é relativamente seguro. Qual a probabilidade de você investir nesta empresa?	5,83	6,00	1,18
		5. Cenário 3: Imagine que você está trabalhando em uma empresa que abrirá seu capital daqui a três anos. Agora, a empresa lhe oferece ações que você não poderá vender pelos próximos três anos e não receberá dividendos até lá. Existe, no entanto, a possibilidade de as ações valerem dez vezes mais do que valem agora após a oferta pública inicial. Qual a probabilidade de você comprar as ações?	5,16	6,00	1,72
		6. Cenário 4: Imagine que você acabou de apostar com um amigo e perdeu R\$ 20,00. Agora, o amigo lhe oferece outra aposta. Se você previr o resultado de um lançamento de moeda corretamente, receberá R\$ 60,00, mas se previr o lado errado da moeda, perderá outros R\$ 10,00. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?	3,95	4,00	2,25
		7. Cenário 5: Imagine que você ganhou R\$ 10.000,00 e está considerando investir esse dinheiro. Em certo investimento, há 50% de chance de que, depois de um tempo, você receberá um total de R\$ 50.000,00, e outros 50% de chance de que você receberá apenas um total de R\$ 5.000,00. Qual a probabilidade de você fazer esse investimento?	4,35	5,00	2,04
	Atitude ao risco financeiro	38. Lucros elevados são atraentes para mim, embora isso signifique que também devo correr um risco elevado.	4,52	5,00	1,89
		39. Eu gosto de correr o risco de perder dinheiro quando há a chance de ganhar dinheiro.	3,36	3,00	1,84
		40. Gostaria de ter a certeza de que meus investimentos manterão seu valor.*	5,64	6,00	1,54
		41. A estabilidade e a continuidade dos meus investimentos são mais importantes para mim do que a chance de lucros rápidos.*	5,84	6,00	1,31
		42. Quando eu invisto, a segurança do meu investimento é mais importante para mim do que lucros elevados.*	5,42	6,00	1,49
	Conhecimento sobre risco financeiro	43. É um prazer para mim manter-me informado sobre o mercado de capitais e aplicar as informações obtidas em meus investimentos financeiros.	5,34	6,00	1,76
		44. Já adquiri experiência no mercado financeiro.	4,80	5,00	1,78
		45. Estou familiarizado com a maioria dos produtos financeiros (por exemplo, títulos, ações, fundos de investimento etc.).	5,17	6,00	1,76
		46. Entendo facilmente como transações financeiras são processadas.	4,96	5,00	1,78
	Capacidade de risco financeiro	47. Estou bem ciente sobre questões de dinheiro.	5,65	6,00	1,42
		48. O risco de perder uma parte das minhas economias me deixa muito estressado.*	4,39	5,00	1,87
		49. Mesmo com os valores dos meus investimentos em forte queda, mantenho a calma.	4,71	5,00	1,80
		50. Se meus investimentos perdem valor, me sinto desconfortável rapidamente.*	3,75	4,00	1,83
		51. Posso viver muito tempo com meus ativos como último recurso sem ter que acessar nenhum dos meus investimentos.	4,51	5,00	1,89
		52. Posso esperar vários anos para que meus investimentos se recuperem dos efeitos de uma situação econômica ruim.	4,63	5,00	1,93

\*Itens invertidos = quanto mais próximo de 7(1), menor(maior) o traço no indivíduo.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).



Ainda na Tabela 9, em relação ao fator atitude ao risco financeiro, percebe-se que os três itens com maiores médias (superiores à 5) são questões invertidas, isto é, quanto mais próxima de 7 a resposta, menor a atitude ao risco financeiro do indivíduo. Segundo a Tabela 9, os indivíduos concordam ou concordam parcialmente que gostariam de ter a certeza de que seus investimentos manterão seu valor (média 5,64); que a estabilidade e a continuidade dos investimentos são mais importantes do que a chance de lucros rápidos (média 5,84); e que, ao investir, a segurança do investimento é mais importante do que lucros elevados (média 5,42). A menor média alcançada foi de 3,36, indicando que os indivíduos discordam que gostam de correr o risco de perder dinheiro quando há a chance de ganhar dinheiro. Tais médias indicam que, de modo geral, os respondentes apresentam um baixo nível de atitude ao risco financeiro.

Quanto ao fator conhecimento sobre risco financeiro, a maioria de seus itens alcançou médias acima de 5, demonstrando que os respondentes concordam ou concordam parcialmente que é um prazer manter-se informado sobre o mercado de capitais e aplicar as informações obtidas em investimentos financeiros (média 5,34); estão familiarizados com a maioria dos produtos financeiros (média 5,17); e estão bem cientes sobre questões de dinheiro (média 5,65). Demais itens tiveram médias bastante próximas a 5, indicando que são indiferentes ou concordam parcialmente com as afirmativas. De maneira geral, é possível assumir que os respondentes possuem um bom nível de conhecimento sobre risco financeiro, o que reflete as notas atribuídas à questão “quão experiente você se considera quando o assunto é investimento financeiro”, que, de 0 a 10, obteve média de 6,26, conforme apresentado anteriormente na Tabela 6.

Já para o fator capacidade de risco financeiro, todos os itens alcançaram médias inferiores a 5, sendo que os respondentes são indiferentes ou concordam parcialmente que mantêm a calma mesmo com os valores de seus investimentos em forte queda (média 4,17); que podem esperar vários anos para que seus investimentos se recuperem dos efeitos de uma situação econômica ruim (média 4,63); e que podem viver muito tempo com seus ativos como último recurso sem ter que acessar nenhum dos seus investimentos (média 4,51). O item com menor média (3,75) foi “Se meus investimentos perdem valor, me sinto desconfortável rapidamente”, um dos itens invertidos do fator, do qual os participantes discordam parcialmente ou são indiferentes. A partir desses resultados, pode-se sugerir que a amostra da pesquisa

apresenta uma razoável capacidade de risco financeiro, estando apta a lidar com situações de instabilidade em seus investimentos.

Por fim, a análise das estatísticas descritivas traz os resultados para os itens do construto efeito disposição, cujos resultados são apresentados na Tabela 10.

Tabela 10 – Estatísticas descritivas dos itens do construto Efeito Disposição

Fator		Itens	Média	Mediana	Desv. Pad.
Efeito disposição	Escala (BAKER et al., 2019)	53. Não tenho respostas rápidas para boas ou más notícias e costumo vender ativos lucrativos cedo demais e vender ativos perdedores tarde demais.	2,94	3,00	1,66
		54. Geralmente, eu sou relutante em realizar perdas.	4,56	5,00	1,72
		55. Vendo ativos lucrativos porque tenho medo de que o preço dos ativos caia novamente.	3,13	3,00	1,71
	Cenários hipotéticos (JONSSON et al., 2017)*	56. Cenário 1: Suponha que você tenha um único investimento A. Nos últimos 12 meses, o investimento perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	3,50	3,00	1,76
		57. Cenário 2: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, os investimentos B e C aumentaram de valor, enquanto o investimento A perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	3,63	3,50	1,88
		58. Cenário 3: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, todos os três investimentos perderam valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	3,48	3,00	1,80

\*Itens invertidos = quanto mais próximo de 1(7), maior(menor) o traço no indivíduo.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Os três itens da escala de efeito disposição de Baker et al. (2019) são medidos de 1 (discordo totalmente) a 7 (concordo totalmente), sendo que respostas mais próximas a 7(1) indicam maior(menor) efeito disposição. A partir da Tabela 10, percebe-se que as médias alcançadas são relativamente baixas, sendo duas questões com média abaixo de 4 (respostas predominantemente na alternativa “discordo”) e uma questão com média abaixo de 5 (não concordo nem discordo). Isso indica que, de modo geral, os respondentes da pesquisa não são relutantes em realizar perdas, e não têm o costume de vender ativos lucrativos rapidamente, o que sugere um baixo nível de efeito disposição na amostra da pesquisa.

Relativo aos cenários hipotéticos de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017), os três itens são medidos em uma escala de 1 (totalmente improvável) a 7 (totalmente provável), sendo que, quanto mais próximos de 1(7), maior(menor) o efeito disposição. Observa-se médias abaixo de 4 para os três itens, e a interpretação dos itens leva a entender que, mesmo que um ativo tenha seu preço em constante queda ao longo de 12 meses, os respondentes indicaram baixa probabilidade de vender o referido ativo, o que aponta um provável efeito disposição – relutância em realizar uma perda – na amostra. Percebe-se que este resultado vai contra as respostas obtidas

para a escala de Baker et al. (2019), em que os respondentes declararam não apresentarem comportamentos característicos do efeito disposição.

### 5.3 VALIDAÇÃO DOS CONSTRUTOS ESTUDADOS

Finalizadas as estatísticas descritivas, esta seção trata da validação individual dos construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Para o primeiro construto, foram empregadas a análise fatorial exploratória (AFE) e confirmatória (AFC), por terem sido propostos novos itens para sua composição, ao passo que, para os dois outros construtos, foi utilizada apenas a AFC, por serem construtos aplicados conforme apresentados na literatura.

#### 5.3.1 Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal

A primeira etapa de validação do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal envolveu a AFE dos dezenove itens do construto, realizada no *software Factor*. Inicialmente, os testes de esfericidade de Bartlett (5869.7,  $gl=171$ ;  $p<0,001$ ) e KMO (0,932) sugeriram a interpretabilidade da matriz de correlação dos itens. A análise paralela de Horn sugeriu que o número de fatores a ser retido é dois, pois dois fatores dos dados reais apresentaram percentual de variância explicada maior do que os dados aleatórios. A distribuição dos itens por fator indicou que 6 itens foram atribuídos ao fator 1 (aprendizagem social) e 13 itens foram atribuídos ao fator 2 (utilidade social). Todavia, os Itens 10 - “Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro” (fator 1) e 18 – “Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem” (fator 2) apresentaram cargas rotacionadas iguais ou superiores a 1, o que levou a exclusão de ambos os itens. Vale ressaltar que os dois itens foram adaptados da escala de Hoffmann e Broekhuizen (2009).

Com a remoção dos itens, foi realizada uma nova rodada de AFE. Novamente, os testes de esfericidade de Bartlett (5877.3,  $gl=136$ ;  $p<0,001$ ) e KMO (0,919) indicaram a interpretabilidade da matriz de correlação dos itens. A análise paralela novamente indicou dois fatores como sendo os mais representativos para os dados,

tal como sugerido anteriormente nesta tese. Na Tabela 11, tem-se a matriz das cargas rotacionadas, indicando a distribuição dos itens por fator, além dos resultados para os índices de confiabilidade composta, Alpha de Cronbach, H-Latente e H-observado.

Tabela 11 – Cargas rotacionadas e índices de confiabilidade da AFE

Item	Fator 1 – Aprendizagem social	Fator 2 – Utilidade social
8	<b>0,898</b>	-0,006
9	<b>0,926</b>	-0,047
11	<b>0,799</b>	-0,106
12	<b>0,816</b>	0,053
13	0,199	<b>0,447</b>
14	<b>0,711</b>	0,119
15	-0,147	<b>0,924</b>
16	-0,100	<b>0,940</b>
17	-0,234	<b>0,829</b>
19	-0,025	<b>0,726</b>
20	0,220	<b>0,680</b>
21	-0,037	<b>0,413</b>
22	0,012	<b>0,864</b>
23	0,261	<b>0,635</b>
24	0,172	<b>0,746</b>
25	0,041	<b>0,702</b>
26	-0,037	<b>0,659</b>
<b>Confiabilidade composta</b>	<i>0,919</i>	<i>0,929</i>
<b>Alpha de Cronbach</b>	<i>0,865</i>	<i>0,884</i>
<b>H-latente</b>	<i>0,938</i>	<i>0,953</i>
<b>H-observado</b>	<i>0,919</i>	<i>0,922</i>

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A partir da Tabela 11, verifica-se que cinco itens (8, 9, 11, 12 e 14) foram atribuídos ao fator 1 – aprendizagem social, ao passo que doze itens (13, 15, 16, 17, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25 e 26) foram designados ao fator 2 – utilidade social, todos apresentando cargas acima de 0,4. O item 13, inicialmente sugerido para compor o fator aprendizagem social, foi alocado para o fator utilidade social. Conforme exposto no item 4.2.2 desta tese, a análise dos especialistas indicou que esse mesmo item deveria mudar de fator, o que foi confirmado pela análise fatorial. Os valores para confiabilidade composta e Alpha de Cronbach (>0,7 para ambos os fatores) indicam a boa consistência interna e confiabilidade dos fatores. Já os valores para H-latente e H-observado (>0,80 para ambos os fatores) sugerem que o conjunto de itens representa bem os fatores, sendo mais provável que permanecerão estáveis em outros estudos (FERRANDO; LORENZO-SEVA, 2018).

A segunda etapa da validação do construto envolveu a validação individual dos dois fatores de primeira ordem através da AFC, realizada no *software* AMOS. Na

Tabela 12, é possível visualizar os resultados para os índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente dos fatores aprendizagem social e utilidade social.

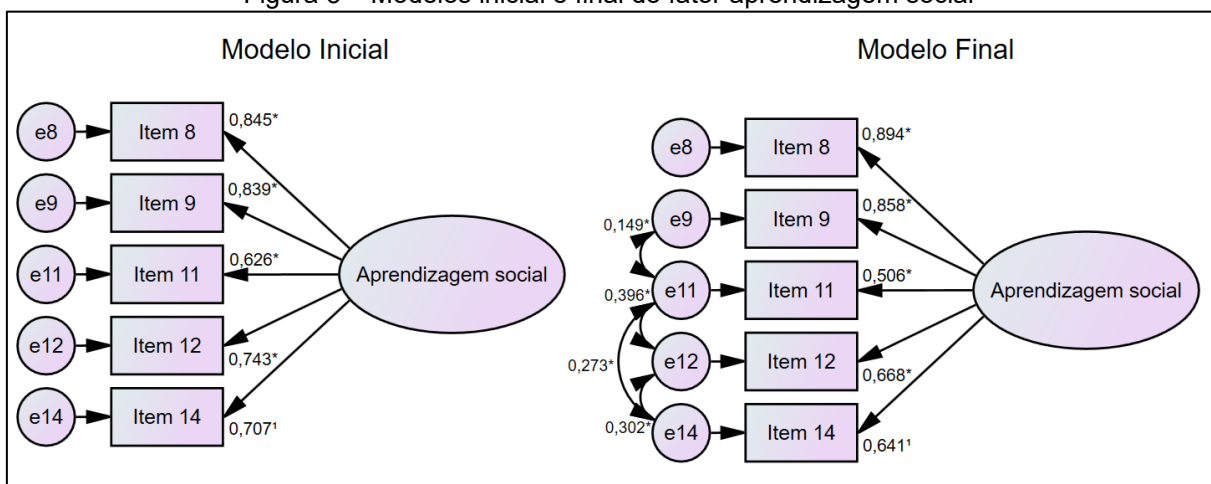
Tabela 12 – Índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente dos fatores de primeira ordem aprendizagem social e utilidade social

Índice	Limite	Aprendizagem Social		Utilidade Social	
		MI	MF	MI	MF
Qui-quadrado (valor)	---	100,803	0,783	444,563	8,974
Qui-quadrado (probabilidade)	>0,05	0,000	0,376	0,000	0,440
Qui-quadrado/Graus de liberdade	<3	20,161	0,783	8,233	0,997
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	<0,06	0,193	0,000	0,118	0,000
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	>0,95	0,925	1,000	0,862	1,000
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	>0,95	0,850	1,002	0,832	1,000
<b>CC - Confiabilidade composta</b>	<b>&gt;0,7</b>	...	<b>0,844</b>	...	<b>0,883</b>
<b>AVE - Variância média extraída</b>	<b>&gt;0,5</b>	...	<b>0,530</b>	...	<b>0,522</b>

Nota: MI=Modelo inicial; MF=Modelo final. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Percebe-se que os modelos iniciais dos dois fatores não alcançaram valores satisfatórios para os índices probabilidade do qui-quadrado, razão qui-quadrado/graus de liberdade, RMSEA, CFI e TLI, sendo necessário realizar modificações nos respectivos modelos, buscando sua validação individual. Foram feitas as seguintes alterações: inclusão de correlações sugeridas pelo software entre erros de itens e que fizessem sentido teórico e remoção de itens com baixas cargas fatoriais. Na Figura 3, verifica-se os modelos de mensuração inicial e final do fator aprendizagem social.

Figura 3 – Modelos inicial e final do fator aprendizagem social



Nota: \*p<0,05. ¹valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Percebe-se, pela Figura 3, que todos os itens no modelo inicial apresentaram coeficientes padronizados elevados, não sendo necessária a exclusão de itens. O

procedimento de ajuste empregado foi a inclusão de correlações de forma individual, sendo estimado um novo modelo a cada correlação incluída. Ao total, incluiu-se quatro correlações, entre os erros dos Itens 9↔11, 11↔12, 11↔14 e 12↔14.

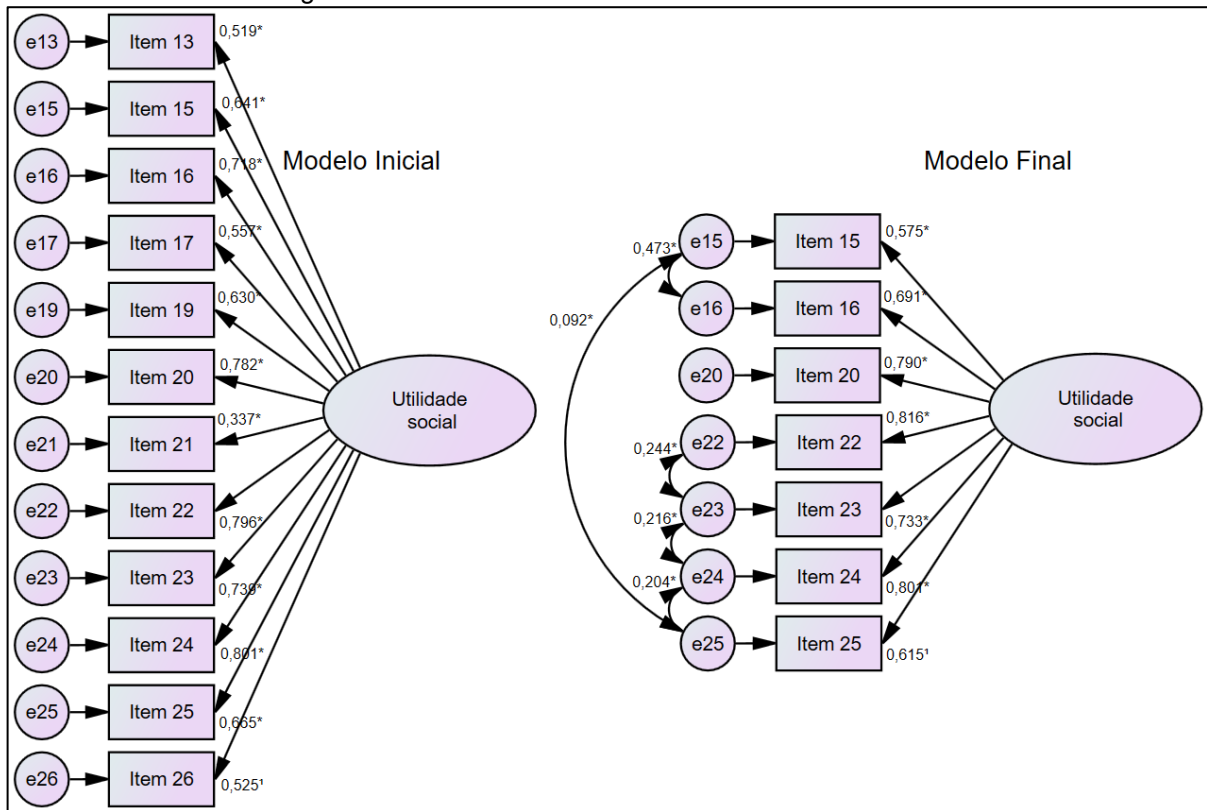
As correlações foram inseridas entre os erros de questões que se referem a consultar os pares sobre investimentos no caso de pouca experiência (Item 9), e, conseqüentemente, achar mais confiável buscar dicas de investimentos com os pares do que com instituições ou profissionais da área (Item 11). Ademais, partindo do Item 11, pode-se ter como consequência preferir seguir dicas de investimento dos pares do que analisar o histórico dos ativos financeiros (Item 12) e ter aprendido com os pares grande parte do que sabe sobre investimentos (Item 14). As associações se mostraram muito baixa entre os erros dos Itens 9↔11 (0,149), e baixas entre os erros dos Itens 11↔12 (0,396), 11↔14 (0,273) e 12↔14 (0,302) (PESTANA; GAGEIRO, 2014). Ainda na Figura 3, é possível identificar que o modelo final para validação individual do fator aprendizagem social manteve os cinco itens propostos na AFE, sendo os itens 8 e 9 adaptados da escala de Hoffmann e Broekhuizen (2009), e os demais itens propostos pela autora com base na literatura consultada.

Dando seqüência, os modelos inicial e final do fator utilidade social são expostos na Figura 4. Para este fator, foram removidos cinco itens (13, 17, 19, 21 e 26) que apresentaram baixas cargas fatoriais, sendo estimado um novo modelo a cada item eliminado. O primeiro item removido foi o Item 21 – “Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores”, por apresentar carga fatorial de 0,337. Como a maioria dos índices de ajuste permaneceu inadequada, removeu-se o Item 13 – “Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também”, com carga fatorial de 0,512.

Posteriormente, foram removidos, em seqüência, os Itens 26 – “Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda” (carga fatorial 0,522), 17 – “Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu” (carga fatorial 0,530) e 19 – “Invisto em ativos que os outros investem” (carga fatorial 0,600), pois os índices de ajuste do modelo ainda permaneciam distantes dos valores desejados. Para não reduzir drasticamente a quantidade de itens no fator, passou-se para a inclusão de correlações sugeridas pelo

software e que fizessem sentido teórico. Foram incluídas cinco correlações, entre os erros dos Itens 15↔16, 15↔25, 22↔23, 23↔24 e 24↔25.

Figura 4 – Modelos inicial e final do fator utilidade social



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

As correlações foram incluídas entre os erros de itens que propõem que os indivíduos gostam de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros (Item 15), e, conseqüentemente, costumam comprar ativos financeiros que acham que os outros aprovarão (Item 16) e teriam receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que seus pares investiram (Item 25). Demais itens se referem a investir nos mesmos ativos financeiros que os pares, devido à preocupação com a reputação perante eles (Item 22), o que levaria à busca por aprovação desses antes de realizar um investimento financeiro (Item 23), desejar o mesmo nível de rentabilidade que os pares (Item 24) e, novamente, ter receio de perder um investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que os pares investiram (Item 25).

As correlações foram muito baixas entre os erros dos Itens 15↔25 (0,092), baixas entre os erros dos Itens 22↔23 (0,244), 23↔24 (0,216) e 24↔25 (0,204), e

moderadas entre os erros dos Itens 15↔16 (0,473) (PESTANA; GAGEIRO, 2014). Percebe-se, conforme exposto na Figura 4, que o modelo final para validação individual do fator utilidade social manteve sete dos doze itens propostos inicialmente na AFE, sendo o Item 15 adaptado de Hoffmann e Broekhuizen (2009) e os demais sugeridos pela autora.

Com as alterações nos modelos, os fatores passaram a apresentar valores adequados para os índices de ajuste, o que pode ser visualizado na Tabela 12, pela comparação entre os modelos iniciais (MI) e finais (MF). No modelo final, o fator aprendizagem social apresentou qui-quadrado com probabilidade de 0,376, razão qui-quadrado/graus de liberdade de 0,783, RMSEA de 0,000, CFI de 1,000 e TLI de 1,002. Para o modelo final do fator utilidade social, os valores obtidos foram de 0,440 para a probabilidade do qui-quadrado, 0,997 para a razão qui-quadrado/graus de liberdade, 0,000 para o RMSEA, e 1,000 para o CFI e TLI. Ao alcançarem tais valores, os modelos especificados exibem boa qualidade de ajuste, ou seja, reproduzem adequadamente a matriz de covariância entre os itens indicadores (HU; BENTLER, 1999; BYRNE, 2016; MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019).

Ao final da Tabela 12, tem-se os testes de confiabilidade composta (CC) e de validade convergente (AVE). Para a CC, valores  $>0,7$  sugerem a adequação do modelo (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019); quanto a AVE, valores  $>0,5$  indicam que as variáveis observáveis de cada fator estão altamente integradas, sendo o modelo adequado (FORNELL; LARCKER, 1981). Para a aprendizagem social, os resultados foram de 0,844 para a CC e de 0,530 para a AVE; já para a utilidade social, os valores foram de 0,883 para a CC e de 0,522 para a AVE. Assim, para a CC e para a AVE, ambos os fatores alcançaram resultados adequados.

Ainda, foi realizado o teste de validade discriminante, que indica se os fatores são estatisticamente diferentes entre si. Utilizou-se a técnica da comparação da AVE com a correlação entre os fatores: caso a raiz quadrada da AVE seja maior que a correlação entre os fatores, os modelos possuem validade discriminante (FORNELL; LARCKER, 1981). Na Tabela 13, são apresentados os resultados para o teste.

Tabela 13 – Teste de validade discriminante entre os fatores aprendizagem social e utilidade social

<b>Fatores</b>	<b>Aprendizagem social</b>	<b>Utilidade social</b>
Aprendizagem social	<i>0,728</i>	...
Utilidade social	<i>0,633</i>	<i>0,723</i>

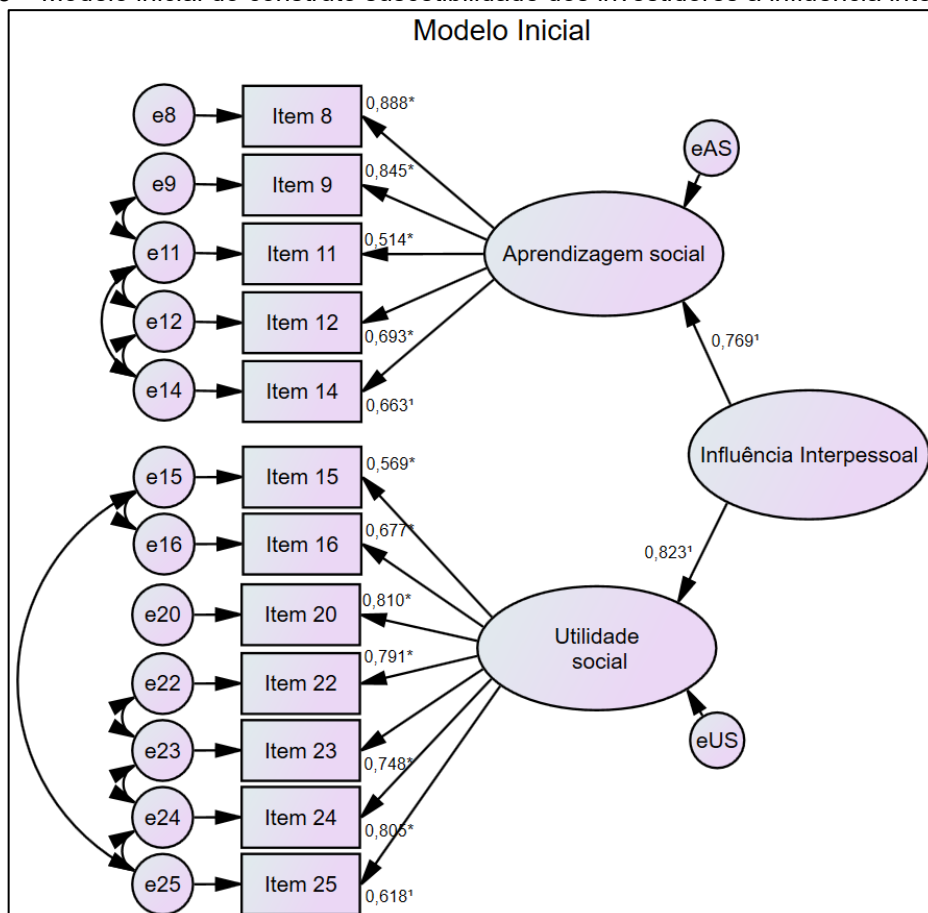
Nota: valores em itálico são a raiz quadrada da AVE. Fonte: Dados da pesquisa (2023).



Os valores da raiz quadrada da AVE de cada fator são apresentados na diagonal da Tabela 13, sendo de 0,728 para o fator aprendizagem social e 0,723 para o fator utilidade social, enquanto a correlação entre os dois fatores estudados é de 0,633. Tais resultados indicam que há validade discriminante entre os dois fatores, visto que o valor da correlação entre eles é menor do que a raiz quadrada da AVE de cada fator. Assim, os dois fatores propostos podem ser mantidos no estudo, e a análise avança para o cálculo do modelo de segunda ordem.

No modelo de segunda ordem, o construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal é formado pela união dos modelos finais dos dois fatores de primeira ordem, aprendizagem social e utilidade social, em um mesmo modelo. Na Figura 5, é possível visualizar o modelo de mensuração inicial para o construto.

Figura 5 – Modelo inicial do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal



Nota: \* $p < 0,05$ . ¹valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

A partir da Figura 5, percebe-se que, no modelo de mensuração inicial para o construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, ambos os fatores

impactam fortemente no construto. Vale destacar que o fator aprendizagem social (coeficiente 0,769) exerce um efeito menor sobre o construto de segunda ordem do que o fator utilidade social (coeficiente 0,823). Na sequência, os valores para os índices de ajuste do modelo de segunda ordem são expostos na Tabela 14.

Tabela 14 – Índices de ajuste do modelo de segunda ordem suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal

Índice	Limite	Influência interpessoal <sup>1</sup>	
		MI	MF
Qui-quadrado (valor)	---	157,702	88,669
Qui-quadrado (probabilidade)	<0,05	0,000	0,000
Qui-quadrado/Graus de liberdade	<3	3,584	2,163
RMSEA – <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	<0,06	0,071	0,047
CFI – <i>Comparative Fit Index</i>	>0,95	0,968	0,986
TLI – <i>Tucker-Lewis Index</i>	>0,95	0,951	0,978

Nota. MI=Modelo inicial; MF=Modelo final. <sup>1</sup>O nome do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal foi simplificado para “influência interpessoal” por simplicidade.

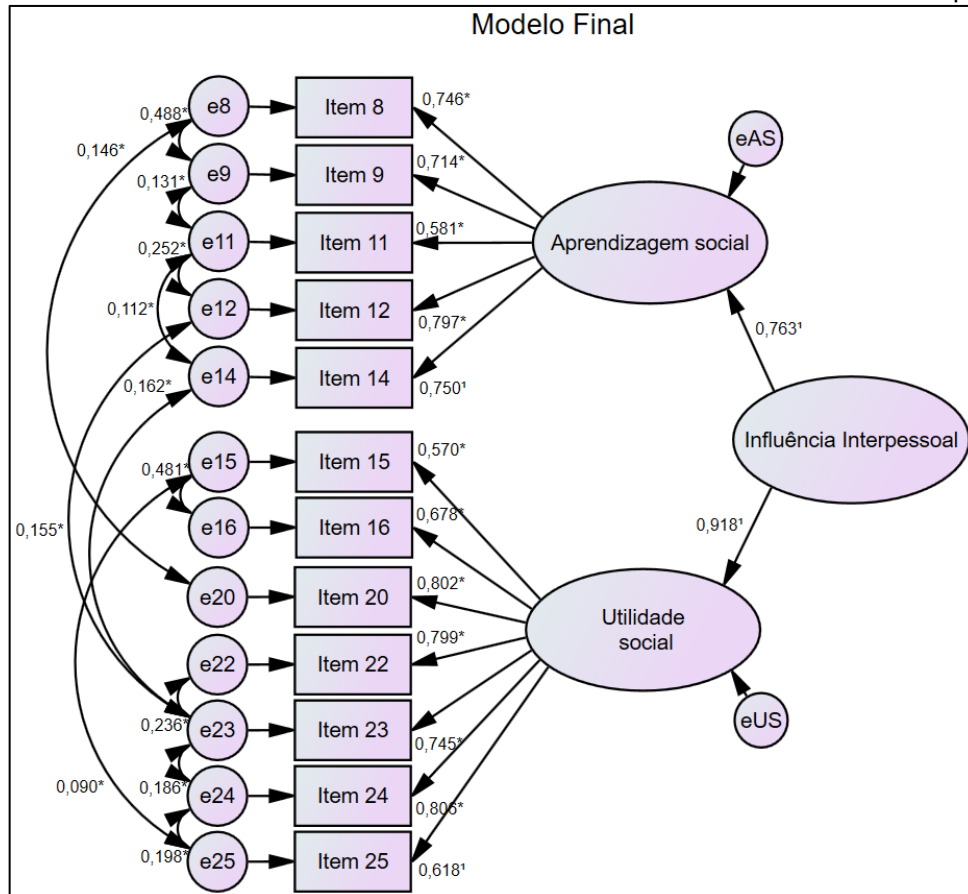
Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Verifica-se que o modelo inicial alcançou valores adequados para quase todos os índices, exceto para a razão Qui-quadrado/Graus de liberdade e RMSEA, indicando a necessidade de realização de ajustes no modelo. Vale ressaltar que a probabilidade desejada para o Qui-quadrado é <0,05, valor esperado quando analisadas 12 ou mais variáveis (HAIR et al., 2019). Os ajustes realizados no modelo envolveram somente a inclusão de correlações entre erros de itens sugeridas pelo software e que fizessem sentido teórico, não sendo preciso excluir itens do modelo.

Foram inseridas quatro correlações, entre os erros dos Itens 8↔9, 8↔20, 12↔23 e 14↔23. Os referidos itens abordam temas como perguntar aos pares em quais produtos financeiros investem, para realizar o investimento certo (Item 8), que está relacionado com questionar os pares sobre algum tipo de investimento no qual possui pouca experiência (Item 9) e buscar investir nos mesmos ativos financeiros que os pares, para acompanhar a evolução e discutir em conjunto os retornos alcançados (Item 20). Ainda, referem-se a buscar aprovação dos pares antes de realizar um investimento financeiro (Item 23), o qual tem ligação com preferir seguir dicas de investimento dos pares do que realizar análises históricas dos retornos dos ativos, antes de tomar uma decisão de investimento (Item 12) e ter aprendido com os pares grande parte do que sabe sobre investimentos financeiros (Item 14). As correlações se mostraram muito baixas entre os erros dos Itens 8↔20 (0,146), 12↔23 (0,155) e 14↔23 (0,162) e moderadas entre os erros dos Itens 8↔9 (0,488) (PESTANA; GAGEIRO, 2014).

Adicionalmente, foi excluída a correlação entre os erros dos itens 12↔14 no fator aprendizagem social, que se tornou não significativa com a inclusão da correlação entre os erros dos Itens 8↔9. Após as modificações indicadas, ao se comparar os modelos inicial (MI) e final (MF) apresentados na Tabela 14, percebe-se que todos os índices de ajuste para o modelo de segunda ordem alcançaram valores adequados. O índice probabilidade do qui-quadrado obteve valor de 0,000, enquanto a razão qui-quadrado/graus de liberdade apresentou valor de 2,163. Para o RMSEA, o valor obtido foi de 0,047, enquanto para o CIF e TLI, os valores foram de 0,986 e 0,978, respectivamente. Na Figura 6, tem-se o modelo de mensuração final do construto de segunda ordem suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.

Figura 6 – Modelo final do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

O modelo de mensuração final do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal é composto por doze itens, sendo que cinco itens mensuram o fator aprendizagem social e sete itens medem o fator utilidade social. Conforme exposto na Figura 6, os dois fatores impactam fortemente no construto de segunda

ordem, e, novamente, o fator utilidade social (coeficiente 0,918) mostrou um efeito mais elevado sobre o construto do que o fator aprendizagem social (coeficiente 0,763). Desta forma, é possível sugerir que os investidores que se preocupam mais com sua reputação perante seus pares e que desejam se sentir parte de um grupo de investimentos são mais suscetíveis à influência interpessoal do que aqueles que buscam, nas interações sociais, uma fonte de informações fácil e segura.

### *5.3.1.1 Construção do indicador de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal*

Após a validação do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, é importante ressaltar como se dá a aplicação e interpretação desta escala. A escala deve ser aplicada como um “termômetro”, que indica o quanto um investidor é suscetível à influência interpessoal em suas decisões de investimento. O primeiro passo para a construção do termômetro é o cálculo dos indicadores de aprendizagem social e utilidade social, feito com base nas cargas fatoriais padronizadas dos itens de cada fator. As cargas padronizadas dos itens do fator devem ser somadas, e, frente a este somatório, verifica-se a porcentagem que cada item representa no total do fator. A porcentagem obtida deve ser multiplicada pela resposta dada ao referido item. Assim, para cada respondente, faz-se o cálculo do indicador aprendizagem social: [(Item 8\*0,208)+(Item 9\*0,199)+(Item 11\*0,162)+(Item 12\*0,222)+(Item 14\*0,209)]; e, posteriormente, do indicador utilidade social: [(Item 15\*0,114)+(Item 16\*0,135)+(Item 20\*0,160)+(Item 22\*0,159)+(Item 23\*0,148)+(Item 24\*0,161)+(Item 25\*0,123)].

O segundo passo envolve o cálculo do indicador suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal. Sabe-se, conforme o modelo de mensuração final do referido construto, que os fatores aprendizagem social e utilidade social possuem cargas fatoriais padronizadas diferentes. Desta forma, utiliza-se novamente a técnica de somar as cargas fatoriais padronizadas dos dois fatores, e, frente a este somatório, analisa-se a porcentagem que cada fator representa no total do construto. O somatório das cargas fatoriais é de 1,681, sendo 0,763 referente ao fator aprendizagem social e 0,918 ao fator utilidade social. Logo, tem-se as porcentagens de 0,454 para a aprendizagem social e de 0,546 para a utilidade social. A porcentagem de cada fator deve ser multiplicada pelo seu referido indicador, calculado no primeiro

passo. O cálculo do indicador de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal se dá, para cada respondente, a partir do seguinte cálculo:  $[(\text{Indicador aprendizagem social} \times 0,454) + (\text{Indicador utilidade social} \times 0,546)]$ .

A partir do valor obtido no segundo passo, é possível classificar o investidor quanto ao seu nível de suscetibilidade à influência interpessoal nos investimentos, sendo que, quanto mais próximo de 7 valor alcançado, maior o nível de suscetibilidade do investidor à influência interpessoal, e, quanto mais próximo de 1, menor o nível de suscetibilidade. Os diferentes níveis de classificação propostos nesta tese são apresentados no Quadro 3.

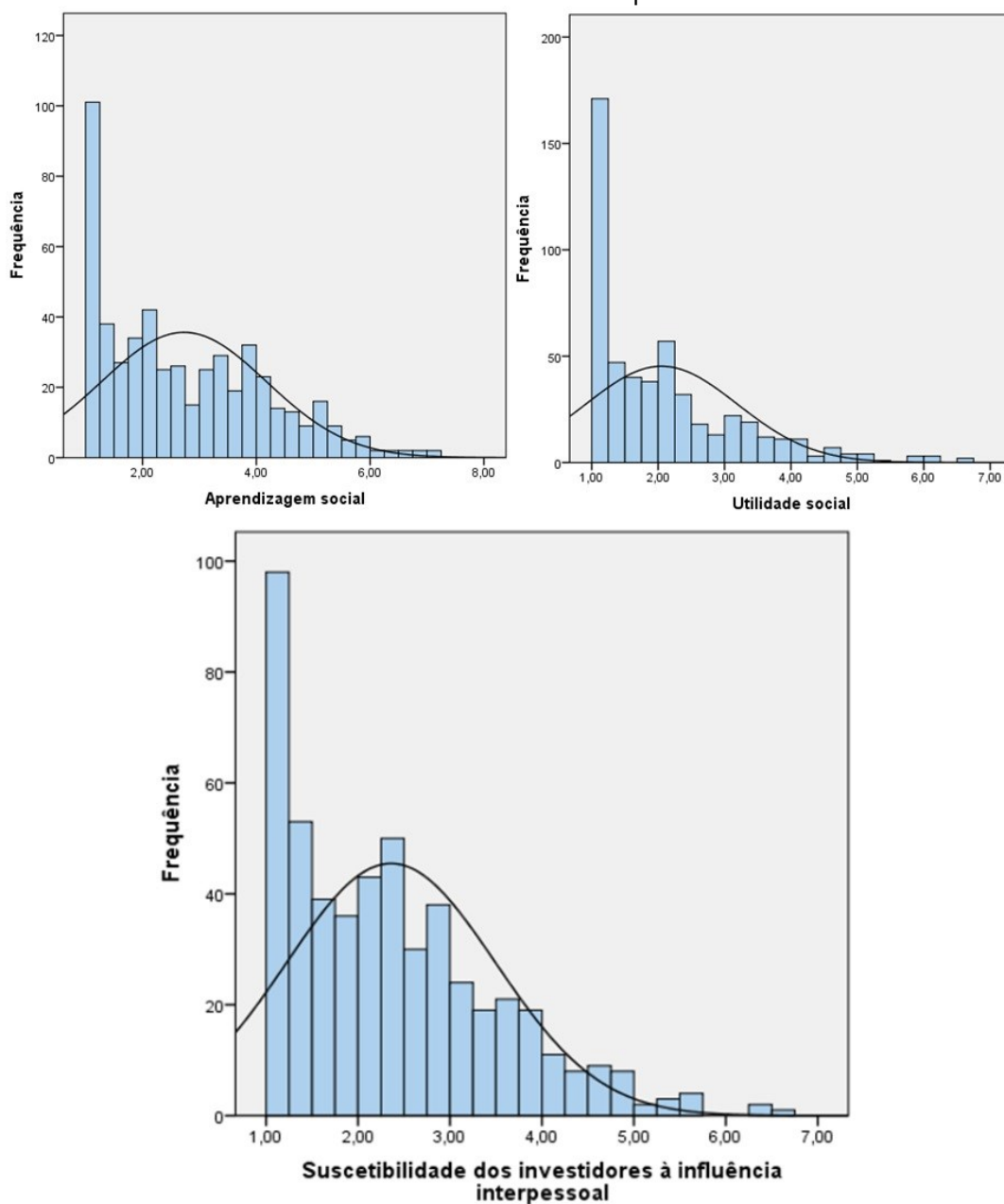
Quadro 3 – Classificação dos investidores quanto ao seu nível de suscetibilidade à influência interpessoal nos investimentos

Nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal	Valores	Interpretação
<b>Muito baixa</b>	1,00 a 2,49	Para a maioria dos itens, os indivíduos responderam discordo totalmente ou discordo, indicando que são nada ou muito pouco suscetíveis à influência interpessoal em suas decisões de investimento
<b>Baixa</b>	2,50 a 3,99	Para a maioria dos itens, os indivíduos responderam discordo parcialmente ou indiferente, indicando que são pouco suscetíveis à influência interpessoal em suas decisões de investimento
<b>Alta</b>	4,00 a 5,49	Para a maioria dos itens, os indivíduos responderam indiferente ou concordo parcialmente, indicando que são bastante suscetíveis à influência interpessoal em suas decisões de investimento
<b>Muito alta</b>	Acima de 5,49	Para a maioria dos itens, os indivíduos responderam concordo ou concordo totalmente, indicando que são extremamente suscetíveis à influência interpessoal em suas decisões de investimento

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

As classificações apresentadas no Quadro 3 podem ser utilizadas para interpretar o nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal tanto para os indivíduos quando para a amostra em sua totalidade, e, ainda, para interpretar os resultados em cada uma das dimensões analisadas, a aprendizagem social e a utilidade social. Os indicadores apresentados no primeiro e segundo passos foram calculados para a amostra da pesquisa, sendo possível visualizar, na Figura 7, as distribuições de frequência dos indicadores, e, na Tabela 15, a média, mediana e desvio-padrão obtidos para os indicadores aprendizagem social, utilidade social e suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal.

Figura 7 – Histogramas dos indicadores aprendizagem social, utilidade social e suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Tabela 15 – Média, mediana e desvio-padrão dos Indicadores aprendizagem social, utilidade social e suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal

Indicador	Média	Mediana	Desvio-padrão
Aprendizagem social	2,729	2,425	1,450
Utilidade social	2,051	1,751	1,141
Suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal	2,359	2,191	1,136

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A partir da Figura 7 e da Tabela 15, verifica-se que, para o indicador aprendizagem social, a média obtida foi de 2,729 e a mediana foi de 2,425, o que

sugere um baixo nível de aprendizagem social na amostra, ao passo que, para o indicador utilidade social, média e mediana foram de 2,051 e 1,751, respectivamente, indicando nível muito baixo de utilidade social. Tais resultados já eram esperados, pois, conforme as estatísticas descritivas dos itens da escala, na Seção 5.2, as médias para os itens ficaram, em sua maioria, abaixo de 3, sugerindo discordância por parte dos respondentes, e, conseqüentemente, uma suscetibilidade baixa à cada dimensão. Assim sendo, obteve-se, para o indicador suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, média de 2,359 e mediana de 2,191, mostrando que, de maneira geral, a amostra apresenta um nível muito baixo (<2,50) de suscetibilidade à influência interpessoal em suas decisões de investimento. Para realizar uma análise mais específica, tem-se a distribuição da amostra por cada um dos níveis na Tabela 16.

Tabela 16 – Distribuição da amostra por nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal

<b>Nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal</b>	<b>Valores</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentual</b>
<b>Muito baixa</b>	1,00 a 2,49	319	61,58%
<b>Baixa</b>	2,50 a 3,99	150	28,96%
<b>Alta</b>	4,00 a 5,49	42	8,11%
<b>Muito alta</b>	>5,49	7	1,35%
<b>Total</b>	...	518	100%

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Na amostra de 518 respondentes, 61,58% apresentaram nível muito baixo de suscetibilidade à influência interpessoal em seus investimentos, enquanto 28,96% demonstraram nível baixo de suscetibilidade. Vale ressaltar que apenas 8,11% apresentaram alto nível de suscetibilidade, e 1,35% exibiram suscetibilidade muito alta à influência interpessoal em suas decisões de investimento. Tais resultados corroboram estudos como os de Lieber e Skimmyhorn (2018), os quais indicaram que as interações sociais com os pares não influenciaram as escolhas financeiras dos indivíduos, e de Mylonidis e Oikonomou (2021), que não encontraram evidências de que as famílias consultem seu círculo social para tomar decisões financeiras. Os resultados ainda podem ser justificados pela amostra ser composta, em sua maioria, por indivíduos que possuem formação de nível superior e que apresentam níveis elevados de renda, participando das classes A e B.

Segundo Hong, Kubik e Stein (2004), Heimer (2014) e Maturana e Nickerson (2019), as interações entre os pares reduzem significativamente o custo de adquirir e processar informações financeiras, o que reduz as barreiras de ingresso no mundo

dos investimentos. Neste sentido, é de se esperar que indivíduos com rendas mais elevadas não vejam os custos de aquisição de informações sobre o mercado financeiro como um empecilho, e, como apresentam escolaridade mais elevada, provavelmente possuem facilidade para processar tais informações. Pode-se supor que os indivíduos da amostra, visto seu perfil, possuem acesso à mais fontes de informação, muitas vezes pagas, como cursos específicos sobre o assunto e especialistas, o que tornaria desnecessário recorrer aos pares para obter informações. Como possivelmente tomam suas decisões baseadas em informações técnicas, podem não ver a necessidade de investir naquilo que seus pares investem, não estando preocupados com sua reputação ou possível aprovação por parte de familiares, amigos ou colegas de trabalho.

### 5.3.2 Tolerância ao Risco Financeiro

A validação do construto tolerância ao risco financeiro, mensurado através da escala *risk screening on the financial market* (WAHL; KIRCHLER, 2020), iniciou pela validação individual de seus quatro fatores, propensão ao risco financeiro, atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro, e posterior validação do modelo de segunda ordem. A validação individual dos fatores se deu através da AFC, cujos resultados para índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente são expostos na Tabela 17.

Tabela 17 – Índices de ajuste, confiabilidade composta e validade convergente dos fatores de primeira ordem propensão ao risco financeiro, atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro

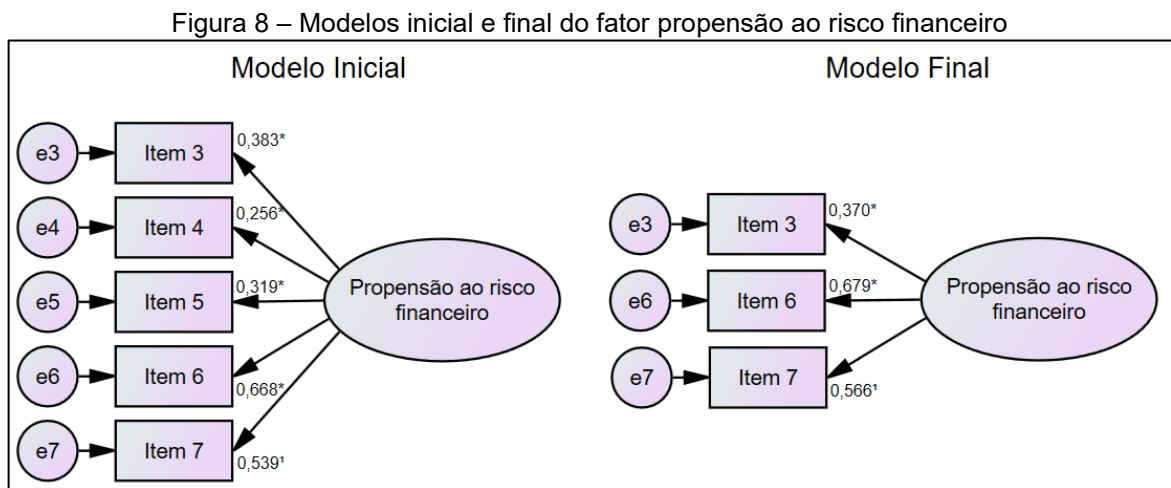
Índice	Limite	PRO		ATI		CON		CAP	
		MI	MF	MI	MF	MI	MF	MI	MF
Qui-quadrado (valor)	---	60,790	4,442	165,698	2,224	37,363	1,733	152,015	0,547
Qui-quadrado (prob.)	>0,05	0,000	0,035	0,000	0,136	0,000	0,630	0,000	0,460
Qui-quadrado/GL	<3	12,158	4,442	33,140	2,224	7,473	0,578	30,403	0,547
RMSEA	<0,06	0,147	0,082	0,249	0,049	0,112	0,000	0,238	0,000
CFI	>0,95	0,745	0,973	0,818	0,998	0,980	1,000	0,839	1,000
TLI	>0,95	0,489	0,919	0,637	0,993	0,961	1,003	0,678	1,004
<b>CC</b>	>0,7	...	0,556	...	0,805	...	0,885	...	0,795
<b>AVE</b>	>0,5	...	0,306	...	0,583	...	0,616	...	0,498

Nota: PRO=propensão ao risco financeiro; ATI=atitude ao risco financeiro; CON=conhecimento sobre risco financeiro; CAP=capacidade de risco financeiro; MI=modelo inicial; MF=modelo final.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).



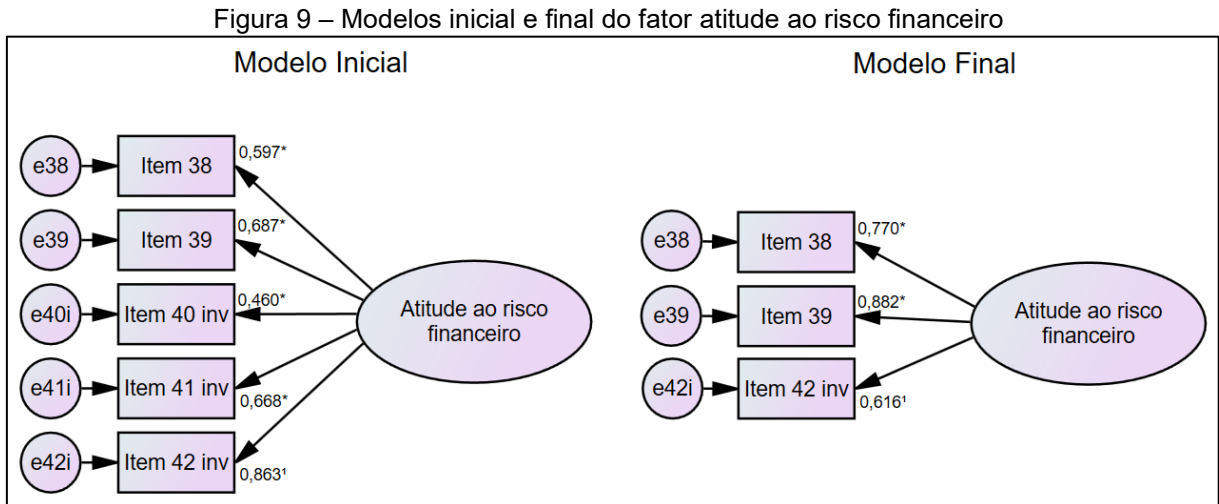
Verifica-se, pela Tabela 17, que os modelos iniciais dos quatro fatores não obtiveram valores adequados para a maior parte dos índices de ajuste analisados, tornando necessária a realização de modificações nos respectivos modelos, para alcançar a validação individual. As alterações realizadas envolveram a inserção de correlações entre os erros de itens sugeridas pelo *software* e que fizessem sentido teórico e a exclusão de itens com baixas cargas fatoriais. Na sequência, são apresentados visualmente os modelos iniciais e finais de cada um dos fatores, e explicados os procedimentos de ajuste dos modelos. Na Figura 8, tem-se os modelos de mensuração inicial e final do fator propensão ao risco financeiro.



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

O modelo inicial do fator propensão ao risco financeiro não mostrou valores adequados para nenhum dos índices de ajuste, sendo necessário realizar alterações no modelo. Pela Figura 8, identifica-se a baixa carga fatorial (0,256) do Item 4 – “Cenário 2: Imagine que você poderia investir em uma empresa respeitada cujo futuro é relativamente seguro. Qual a probabilidade de você investir nesta empresa?”, o que levou à exclusão do referido item. Após esta alteração, como o modelo seguiu apresentando valores inadequados para os índices de ajuste, foi removido o Item 5 – “Cenário 3: [...] Existe, no entanto, a possibilidade de as ações valerem dez vezes mais do que valem agora após a oferta pública inicial. Qual a probabilidade de você comprar as ações?”, o qual passou a apresentar carga fatorial ainda mais baixa (0,239). Optou-se por não remover mais itens, pois isso invalidaria o modelo, logo, o modelo final manteve apenas três itens.

Dando prosseguimento, os modelos de mensuração inicial e final do fator atitude ao risco financeiro são expostos na Figura 9. Destaca-se que os itens 40, 41 e 42 foram invertidos por originalmente não estarem no mesmo sentido do fator – quanto mais próxima de 7 a resposta, maior a atitude ao risco financeiro do respondente.

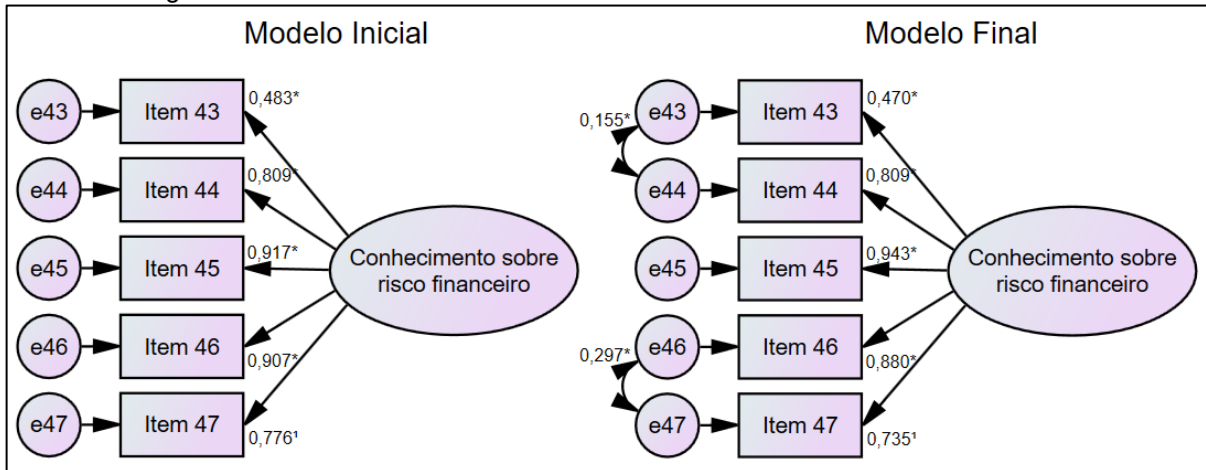


Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Para o fator atitude ao risco financeiro, foi necessária a realização de ajustes tanto do tipo exclusão de itens com baixa carga fatorial quanto de inclusão de correlações entre os erros de itens, pois seu modelo inicial não atendeu a nenhum dos índices de ajuste. Inicialmente, foi removido o Item 40 invertido – “Gostaria de ter a certeza de que meus investimentos manterão seu valor” por baixa carga fatorial (0,460). Após esta modificação, o software indicou a inserção de correlação entre os erros dos Itens 41i↔42i. Todavia, com esta inclusão, o Item 41 invertido – “A estabilidade e a continuidade dos meus investimentos são mais importantes para mim do que a chance de lucros rápidos” passou a apresentar carga fatorial de apenas 0,408, optando-se pela remoção do item, e, conseqüentemente, da correlação incluída. Assim, o modelo final do fator atitude ao risco financeiro manteve três dos cinco itens propostos inicialmente.

Posteriormente, são apresentados na Figura 10 os modelos de mensuração inicial e final do fator conhecimento sobre risco financeiro. Em seu modelo inicial, o fator conhecimento sobre risco financeiro apresentou valores inadequados apenas para a probabilidade do qui-quadrado e para o RMSEA, não sendo necessária a realização de grandes ajustes.

Figura 10 – Modelos inicial e final do fator conhecimento sobre risco financeiro

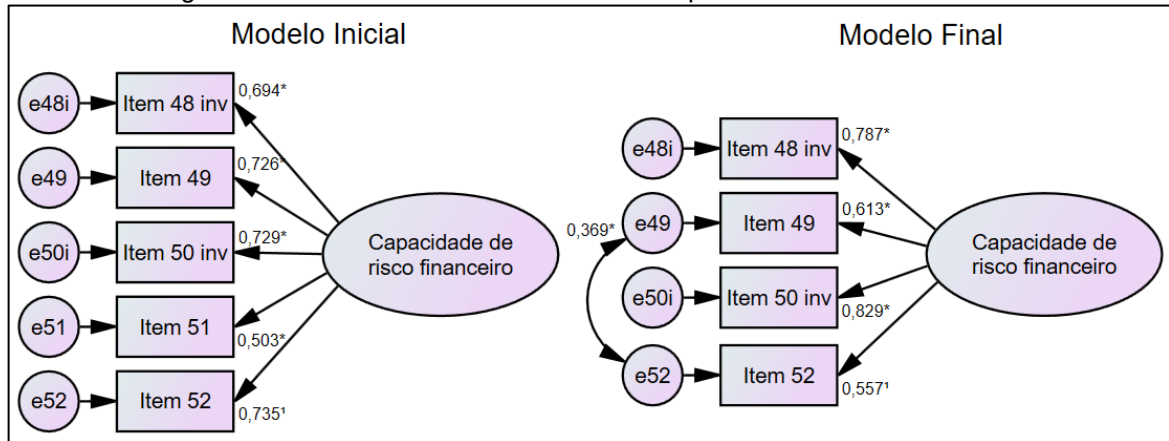


Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

O software indicou a inserção de correlação entre os erros dos Itens 46↔47, e, posteriormente, entre os erros dos Itens 43↔44, alterações que fizeram com que o modelo atendesse aos valores desejados para todos os índices de ajuste. As correlações inseridas indicam que pessoas que entendem facilmente como transações financeiras são processadas (Item 46) provavelmente estão bem cientes sobre questões de dinheiro (Item 47). Também é possível destacar que aqueles que sentem prazer em se manterem informados sobre o mercado de capitais e aplicarem as informações obtidas nos investimentos financeiros (Item 43) certamente já adquiriram experiência no mercado financeiro (Item 44). As correlações inseridas apresentaram valor muito baixo entre os erros dos itens 43↔44 (0,155) e baixo entre 46↔47 (0,297) (PESTANA; GAGEIRO, 2014). Vale ressaltar que, em seu modelo final, o fator conhecimento sobre risco financeiro manteve os 5 itens propostos.

Por fim, são expostos na Figura 11 os modelos inicial e final do fator capacidade de risco financeiro. Nota-se que os Itens 48 e 50 foram invertidos, pois originalmente apresentam sentido contrário ao do fator. Com a inversão, todos os itens são interpretados da seguinte maneira: quanto mais próxima de 7 a resposta, maior a capacidade de risco financeiro do respondente. Como o modelo inicial do fator capacidade de risco financeiro, composto por cinco itens, não atendeu a nenhum dos índices de ajuste expostos na Tabela 17, foi necessário realizar alterações na composição do modelo.

Figura 11 – Modelos inicial e final do fator capacidade de risco financeiro



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Foram inseridas, em sequência, correlações entre os erros dos Itens 51↔52, 49↔52 e 49↔51. Observou-se que a carga fatorial do Item 51 – “Posso viver muito tempo com meus ativos como último recurso sem ter que acessar nenhum dos meus investimentos” diminuiu com a inclusão das correlações, alcançando valor de apenas 0,328. Desta forma, o Item 51 foi removido do modelo, assim como as correlações a ele relacionadas. A única correlação apresentada no modelo final indica que aqueles indivíduos que mantêm a calma mesmo com os valores dos seus investimentos em forte queda (Item 49) possivelmente podem esperar vários anos para que seus investimentos se recuperem dos efeitos de uma situação econômica ruim (Item 52), e apresentou um valor baixo (0,369) (PESTANA; GAGEIRO, 2014). No modelo final da capacidade ao risco financeiro, foram mantidos quatro dos cinco itens originais.

Realizadas as modificações nos modelos, ao se comparar os modelos iniciais e finais, expostos na Tabela 17, apenas o fator propensão ao risco financeiro não obteve os valores mínimos para os índices probabilidade do qui-quadrado (0,035), razão qui-quadrado/graus de liberdade (4,442), RMSEA (0,082) e TLI (0,919), sendo adequado somente para o CFI (0,973). Demais fatores atingiram os valores desejados para todos os índices de ajuste. Para a atitude ao risco financeiro, os valores foram de 0,136 para a probabilidade do qui-quadrado, 2,224 para a razão qui-quadrado/graus de liberdade, 0,049 para o RMSEA, 0,998 para o CFI e 0,993 para o TLI. Quanto ao conhecimento sobre risco financeiro, obteve-se 0,630 para a probabilidade do qui-quadrado, 0,578 para a razão qui-quadrado/graus de liberdade, 0,000 para o RMSEA, 1,000 para o CFI e 1,003 para o TLI. Por fim, para a capacidade de risco financeiro, a probabilidade do qui-quadrado apresentou valor de 0,460, a

razão qui-quadrado/graus de liberdade foi de 0,547, o RMSEA foi de 0,000, enquanto CFI e TLI apresentaram valores de 1,000 e 1,004, respectivamente.

Ainda na Tabela 17, tem-se os testes de confiabilidade composta e de validade convergente, mensurados para os modelos finais dos fatores. Para a confiabilidade composta, busca-se valores  $>0,7$  (MALHOTRA; NUNAN; BIRKS, 2017; HAIR et al., 2019), enquanto que, para a validade convergente, deseja-se valores  $>0,5$  (FORNELL; LARCKER, 1981). O fator propensão ao risco financeiro não alcançou os valores mínimos nos testes, sendo de apenas 0,556 para a CC e 0,306 para a AVE. O fator atitude ao risco financeiro obteve valor adequado para a CC (0,805) e para a AVE (0,583). Quanto ao conhecimento sobre risco financeiro, em ambos os testes os valores obtidos superaram o limite mínimo, alcançando valores de 0,885 para CC e 0,616 para AVE. Relativo ao fator capacidade de risco financeiro, o valor foi suficiente para a CC (0,795) e quase atingiu o mínimo para a AVE (0,498).

Posteriormente, realizou-se o teste de validade discriminante, que indica se os fatores são estatisticamente diferentes entre si. Empregou-se a técnica da comparação da AVE com a correlação entre os fatores, que, conforme Fornell e Larcker (1981), se a raiz quadrada da AVE for maior que a correlação entre os fatores, há validade discriminante. Não foi considerada a propensão ao risco financeiro na análise, pois seu modelo final não atendeu aos índices analisados anteriormente. Os resultados para o teste de validade discriminante são expostos na Tabela 18.

Tabela 18 – Teste de validade discriminante entre os fatores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro

<b>Fatores</b>	<b>Atitude ao risco financeiro</b>	<b>Conhecimento sobre risco financeiro</b>	<b>Capacidade de risco financeiro</b>
Atitude ao risco financeiro (ATI)	<i>0,764</i>	...	...
Conhecimento sobre risco financeiro (CON)	0,477	<i>0,785</i>	...
Capacidade de risco financeiro (CAP)	0,529	0,562	<i>0,706</i>

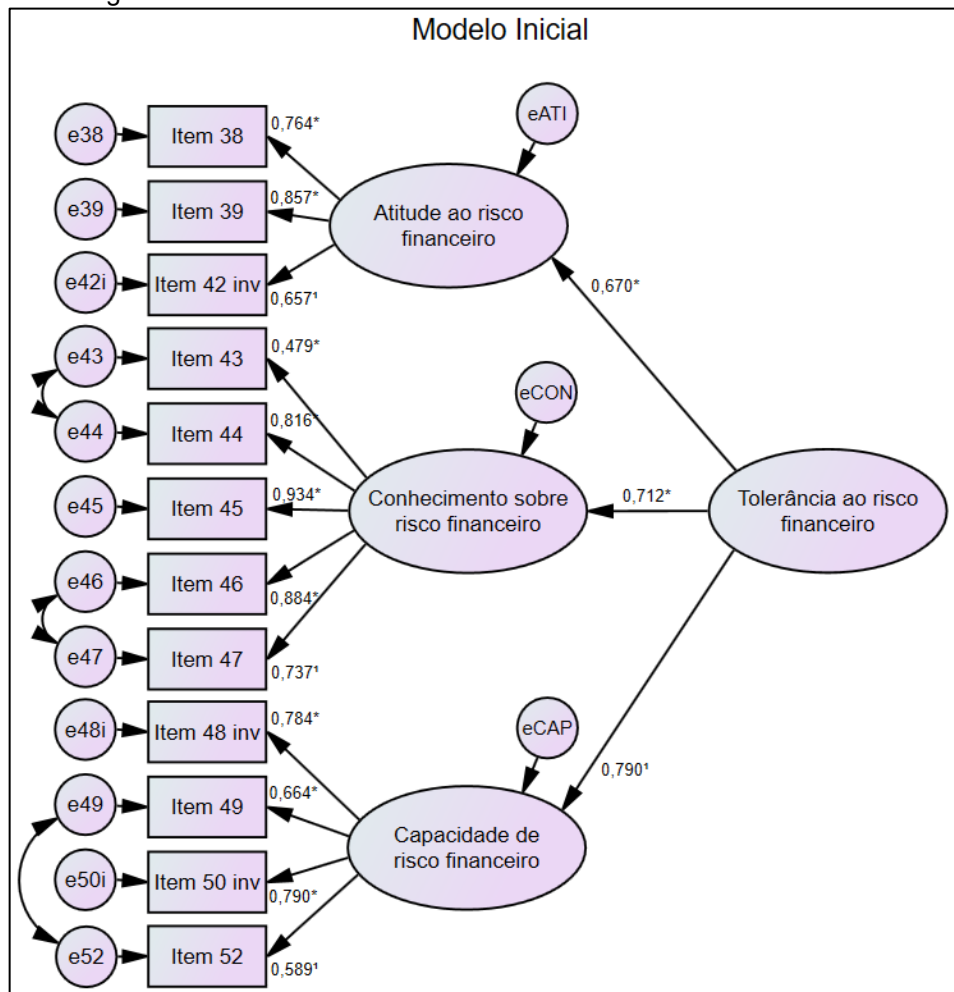
Nota: valores em itálico são a raiz quadrada da AVE. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Na diagonal da Tabela 18, tem-se os valores da raiz quadrada da AVE de cada fator, os quais foram de 0,764 para o fator atitude ao risco financeiro (ATI), 0,785 para conhecimento sobre risco financeiro (CON) e 0,706 para o fator capacidade de risco financeiro (CAP). Quanto às correlações, foram obtidos os valores de 0,477 entre ATI↔CON, de 0,529 entre ATI↔CAP e de 0,562 entre CON↔CAP. Como nenhuma das correlações entre os fatores superou os valores apresentados na diagonal da

tabela, é possível afirmar que há validade discriminante entre os três fatores analisados, os quais podem ser utilizados no cálculo do modelo de segunda ordem do construto tolerância ao risco financeiro.

Dando sequência à análise, o modelo de segunda ordem do construto tolerância ao risco financeiro foi elaborado, sendo composto pela junção dos modelos finais dos três fatores de primeira ordem: atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro e capacidade de risco financeiro. Vale ressaltar que a validação individual dos fatores apresentou resultados diferentes daqueles de Wahl e Kirchler (2020), que desenvolveram e aplicaram sua escala na Alemanha. Ao aplicar a escala para uma amostra brasileira, o fator propensão ao risco financeiro, conforme proposto pelos autores, não alcançou índices de ajuste adequados, e, conseqüentemente, não foi incluído na mensuração do modelo de segunda ordem. Verifica-se, na Figura 12, o modelo de mensuração inicial para o referido construto de segunda ordem.

Figura 12 – Modelo inicial do construto tolerância ao risco financeiro



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Partindo do exposto na Figura 12, identifica-se que os três fatores impactam significativamente no construto tolerância ao risco financeiro, em seu modelo de mensuração inicial. Dentre os três fatores, aquele que exerceu maior impacto no construto foi o fator capacidade de risco financeiro (coeficiente 0,790), seguido pelo conhecimento sobre risco financeiro (coeficiente 0,712) e pela atitude ao risco financeiro (coeficiente 0,670). Na sequência, são apresentados os índices de ajuste dos modelos inicial e final do construto de segunda ordem na Tabela 19.

Tabela 19 – Índices de ajuste do modelo de segunda ordem tolerância ao risco financeiro

Índice	Limite	Tolerância ao risco financeiro	
		Modelo Inicial	Modelo Final
Qui-quadrado (valor)	---	159,549	122,742
Qui-quadrado (probabilidade)	<0,05	0,000	0,000
Qui-quadrado/Graus de liberdade	<3	3,324	2,668
RMSEA – <i>R. M. S. Error of Approximation</i>	<0,06	0,067	0,057
CFI – <i>Comparative Fit Index</i>	>0,95	0,966	0,976
TLI – <i>Tucker-Lewis Index</i>	>0,95	0,953	0,966

Nota. MI=Modelo inicial; MF=Modelo final. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

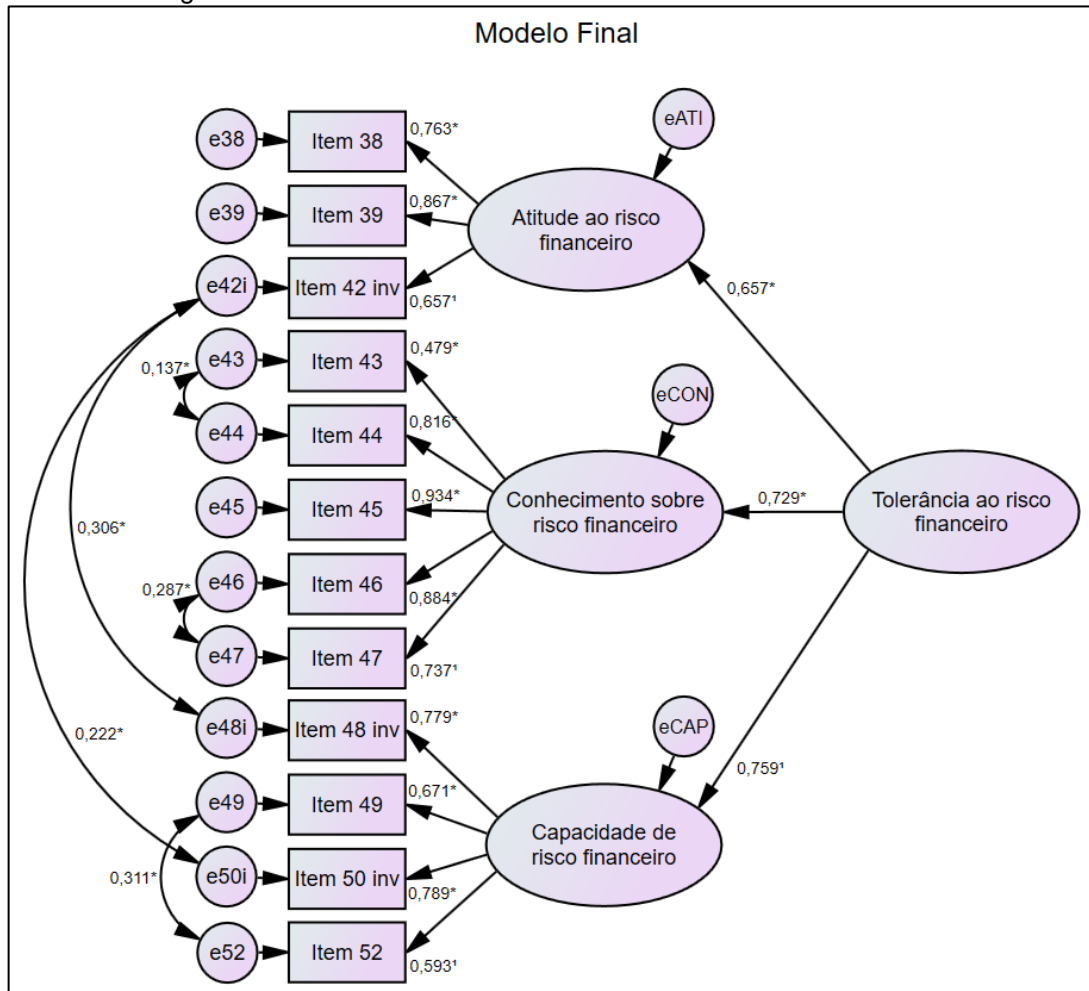
A partir da Tabela 19, é possível constatar que o modelo de mensuração inicial do construto tolerância ao risco financeiro atendeu aos valores mínimos necessários para os índices razão qui-quadrado/graus de liberdade, CFI e TLI, obtendo valores próximos, porém superiores, ao limite máximo para o RMSEA. Buscando o melhor ajuste possível, foi necessária a realização de modificações no modelo.

As alterações envolveram a inclusão das correlações entre os erros dos itens 42i↔48i e 42i↔50i, sendo rodado novamente o modelo a cada correlação incluída. As correlações foram inseridas entre erros de itens que indicam que, ao investir, os indivíduos não acham que a segurança do investimento é mais importante do que lucros elevados (Item 42 invertido), o que, provavelmente, está relacionado com acreditar que o risco de perder uma parte das economias não cause muito estresse (Item 48 invertido), e não se sentir desconfortável rapidamente, ao ver seus investimentos perdendo valor (Item 50 invertido). Vale destacar que as correlações incluídas se mostraram baixas tanto entre os erros dos itens 42i↔48i (0,306) quanto entre os erros dos itens 42i↔50i (0,222).

Pela comparação dos modelos inicial (MI) e final (MF), expostos na Tabela 19, verifica-se que foram alcançados os valores desejados para todos os índices de ajuste, após as alterações realizadas no modelo de mensuração do construto de segunda ordem tolerância ao risco financeiro. No modelo final, obteve-se 0,000 para

a probabilidade do qui-quadrado, 2,668 para a razão qui-quadrado/graus de liberdade, 0,057 para o RMSEA, 0,976 para o CFI e 0,966 para o TLI. O modelo de mensuração final do construto, incluindo as modificações realizadas, é apresentado na Figura 13.

Figura 13 – Modelo final do construto tolerância ao risco financeiro



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Conforme apresentado na Figura 13, o modelo de mensuração final do referido construto é formado por doze itens, sendo que três itens mensuram o fator atitude ao risco financeiro, cinco itens se referem ao fator conhecimento sobre risco financeiro e quatro itens medem o fator capacidade de risco financeiro. Os três fatores seguiram exercendo forte impacto sobre o construto tolerância ao risco financeiro. Segundo Wahl e Kirchler (2020), os fatores não são igualmente importantes para a tolerância ao risco financeiro, e a capacidade de risco e atitude ao risco devem apresentar pesos maiores do que o conhecimento sobre risco e a propensão ao risco. No presente estudo, percebe-se que o fator capacidade de risco financeiro



permaneceu exercendo o maior impacto no construto (coeficiente 0,759); todavia, o conhecimento sobre risco financeiro (coeficiente 0,729) exerceu maior impacto do que a atitude ao risco financeiro (coeficiente 0,657). Assim, pode-se sugerir que indivíduos que apresentam maior capacidade de risco financeiro, isto é, que mantêm a calma e não se sentem preocupados ao ver seus investimentos perdendo valor, são mais tolerantes ao risco financeiro do que aqueles que têm maior atitude ao risco financeiro e conhecimento sobre risco financeiro.

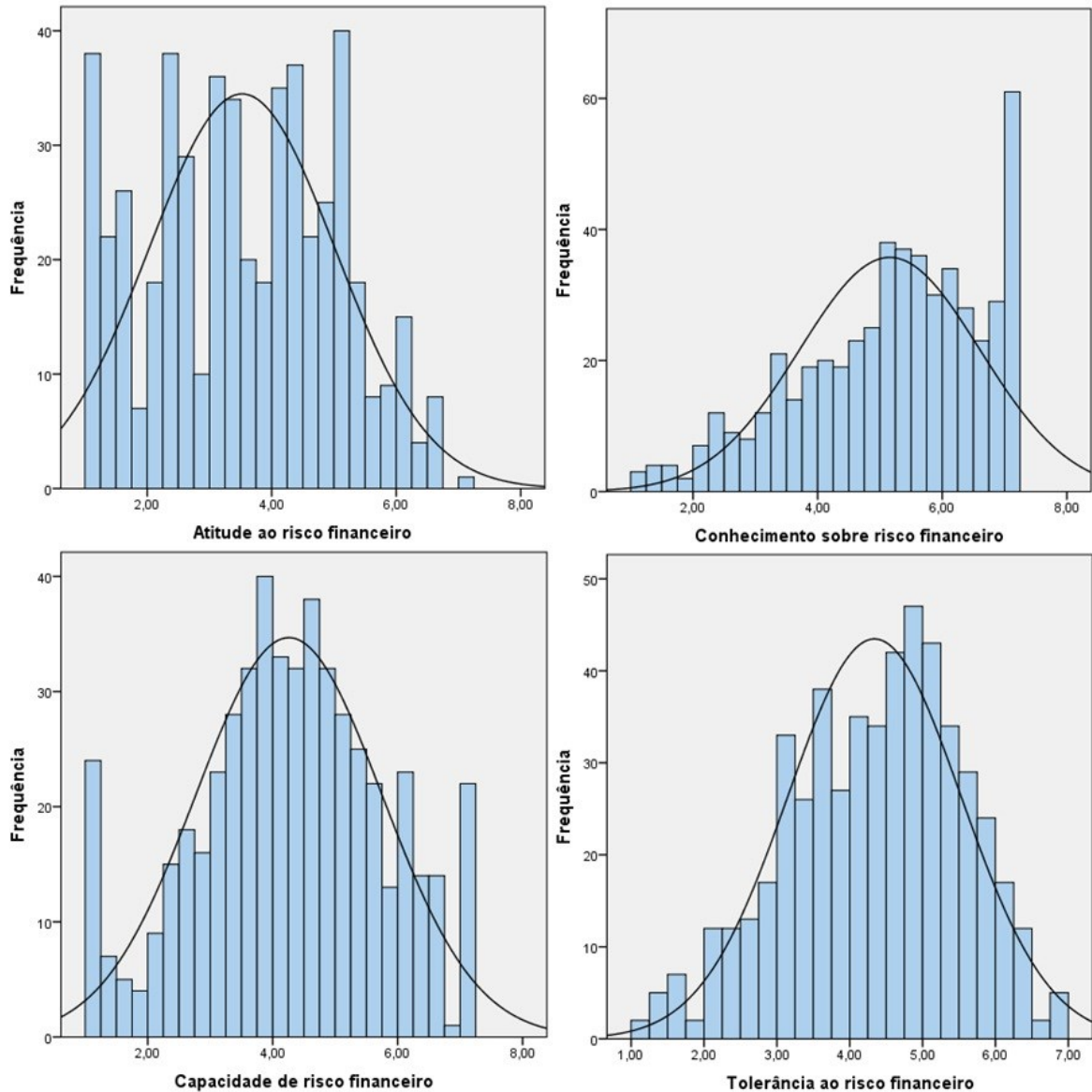
### 5.3.2.1 Construção do indicador tolerância ao risco financeiro

É importante ressaltar que o construto tolerância ao risco financeiro também pode ser calculado como um indicador. Para isso, conforme Wahl e Kirchler (2020), devem ser consideradas as cargas fatoriais ponderadas dos itens para a formação dos indicadores dos fatores validados, e, posteriormente, as cargas fatoriais ponderadas dos fatores que compõe o construto de segunda ordem. Segundo os autores, uma medida generalista de tolerância ao risco financeiro deve considerar que as subáreas analisadas, isto é, os fatores, possuem importâncias diferentes para o construto.

Desta forma, tem-se o cálculo dos indicadores atitude ao risco financeiro:  $(\text{Item } 38 * 0,334) + (\text{Item } 39 * 0,379) + (\text{Item } 42 \text{ invertido} * 0,287)$ ; conhecimento sobre risco financeiro:  $(\text{Item } 43 * 0,124) + (\text{Item } 44 * 0,212) + (\text{Item } 45 * 0,243) + (\text{Item } 46 * 0,230) + (\text{Item } 47 * 0,191)$ ; e capacidade de risco financeiro:  $(\text{Item } 48 \text{ invertido} * 0,257) + (\text{Item } 49 * 0,237) + (\text{Item } 50 \text{ invertido} * 0,279) + (\text{Item } 52 * 0,209)$ . O cálculo do indicador tolerância ao risco financeiro é conduzido da seguinte forma:  $(\text{Indicador atitude ao risco financeiro} * 0,306) + (\text{Indicador conhecimento sobre risco financeiro} * 0,340) + (\text{Indicador capacidade de risco financeiro} * 0,354)$ .

Os cálculos devem ser conduzidos para todos os respondentes, e os resultados obtidos indicam que, quanto mais próximo de 7(1) o valor obtido para o indicador, maior(menor) é a tolerância ao risco financeiro do indivíduo. Os indicadores foram calculados para a amostra de 518 respondentes, sendo apresentadas, na Figura 14, as distribuições de frequência de cada indicador, enquanto a média, a mediana e o desvio-padrão alcançados são expostos na Tabela 20.

Figura 14 – Histogramas dos indicadores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro, capacidade de risco financeiro e tolerância ao risco financeiro



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Tabela 20 – Média, mediana e desvio-padrão dos indicadores atitude ao risco financeiro, conhecimento sobre risco financeiro, capacidade de risco financeiro e tolerância ao risco financeiro.

<b>Indicador</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
Atitude ao risco financeiro	3,523	3,546	1,498
Conhecimento sobre risco financeiro	5,157	5,367	1,446
Capacidade de risco financeiro	4,259	4,279	1,490
Tolerância ao risco financeiro	4,339	4,478	1,189

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme exposto na Figura 14 e na Tabela 20, o indicador atitude ao risco financeiro foi o que obteve as menores média (3,523) e mediana (3,546), sendo a maioria dos valores abaixo de 4 (indiferente), sugerindo discordância por parte dos respondentes ou baixa atitude ao risco financeiro. Por outro lado, o indicador

conhecimento sobre risco financeiro alcançou as maiores média (5,157) e mediana (5,367), e a maioria das respostas estão acima de 4, demonstrando que os respondentes concordam com itens que indicam conhecimento sobre o tema de riscos financeiros, o que sugere elevado conhecimento sobre risco financeiro. O indicador capacidade de risco financeiro teve média de 4,259 e mediana de 4,279, e o histograma permite identificar que os valores para o índice estão bastante distribuídos tanto abaixo quanto acima de 4. Por fim, o indicador tolerância ao risco financeiro, que engloba os três indicadores anteriores, obteve média de 4,339 e mediana de 4,478.

De maneira geral, pode-se dizer que as respostas dadas aos itens do construto estão em torno de 4 – “Indiferente” e 5 – “Concordo parcialmente”, tal como apresentado nas estatísticas descritivas, o que permite inferir que os indivíduos da amostra apresentam razoável nível de tolerância ao risco financeiro, não sendo totalmente intolerantes ou totalmente tolerantes ao risco. Isto pode ser consequência do nível de escolaridade e de renda dos indivíduos, que indicam maior estabilidade em sua situação financeira (alta renda e poucos ou nenhum dependente) e segurança para tolerar um pouco mais de risco nos investimentos financeiros.

### 5.3.3 Efeito disposição

Para avaliar o efeito disposição da amostra, foram empregadas duas estratégias de mensuração, uma, envolvendo as três afirmativas da escala de efeito disposição de Baker et al. (2019), e outra, utilizando os três cenários sobre a venda de um ativo, propostas por Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017). Os dois modelos foram construídos individualmente e analisados com base nos índices de ajuste apresentados na Tabela 21.

Tabela 21 – Índices de ajuste dos modelos de efeito disposição

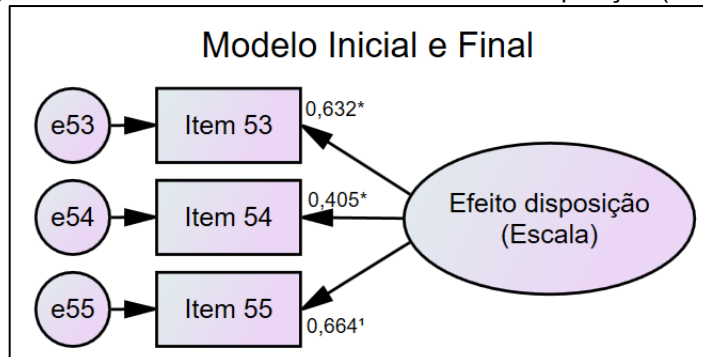
Índice	Limite	Efeito disposição	Efeito disposição
		Escala MI e MF	Cenários MI e MF
Qui-quadrado (valor)	---	0,458	0,362
Qui-quadrado (probabilidade)	>0,05	0,499	0,547
Qui-quadrado/Graus de liberdade	<3	0,458	0,362
RMSEA - <i>R. M. S. Error of Approximation</i>	<0,06	0,000	0,000
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	>0,95	1,000	1,000
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	>0,95	1,011	1,003
<b>CC - Confiabilidade composta</b>	<b>&gt;0,7</b>	<b>0,592</b>	<b>0,851</b>
<b>AVE - Variância média extraída</b>	<b>&gt;0,5</b>	<b>0,335</b>	<b>0,655</b>

Nota. MI=Modelo inicial; MF=Modelo final. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme exposto na Tabela 21, ambas as estratégias empregadas para mensurar o efeito disposição alcançaram os valores mínimos necessários para todos os índices de ajuste analisados. Por conta disso, não foi necessário realizar alterações nos modelos, mantendo-se os modelos iniciais iguais aos modelos finais. Todavia, quanto à confiabilidade composta e validade convergente, apresentados ao final da Tabela 20, observa-se que o efeito disposição mensurado pela escala de Baker et al. (2019) não atendeu aos valores mínimos tanto para a confiabilidade composta ( $CC=0,592$ ) quanto para a validade convergente ( $AVE=0,335$ ), indicando que as variáveis observáveis não estão altamente integradas, sendo o modelo inadequado. Já para o efeito disposição medido pelos três cenários de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017), os valores alcançados para a confiabilidade composta ( $CC=0,851$ ) e para a validade convergente ( $AVE=0,655$ ) superaram os valores mínimos necessários para o modelo ser considerado adequado.

Na sequência, a Figura 15 contém o modelo de mensuração inicial e final do fator efeito disposição calculado através da escala de Baker et al. (2019).

Figura 15 – Modelo inicial e final do fator efeito disposição (escala)

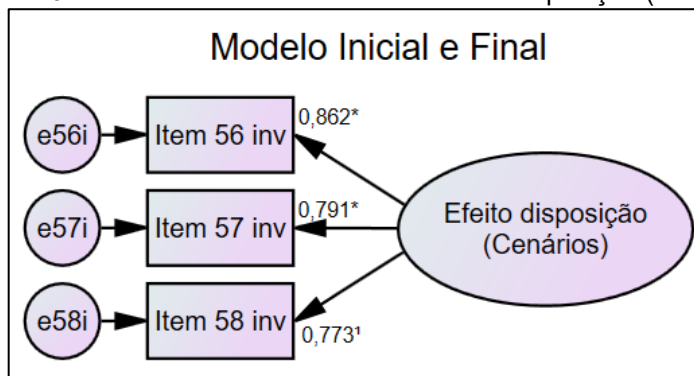


Nota: \* $p < 0,05$ . ¹valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

O modelo de mensuração apresentado na Figura 12 é composto pelos 3 itens da escala de efeito disposição de Baker et al. (2019), sendo que o item 54 – “Geralmente, eu sou relutante em realizar perdas” apresentou a menor carga fatorial (0,405) dentre os itens. Como este fator possui um número reduzido de itens, e os índices de ajuste do modelo inicial apresentaram valores adequados, o referido item não foi retirado do modelo. Porém, como este modelo de efeito disposição não passou nos testes de confiabilidade composta e validade convergente, optou-se por não o considerar nas demais análises. A seguir, o modelo de mensuração inicial e final do

fator efeito disposição calculado através dos Cenários de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017) é exposto na Figura 16.

Figura 16 – Modelo inicial e final do fator efeito disposição (cenários)



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

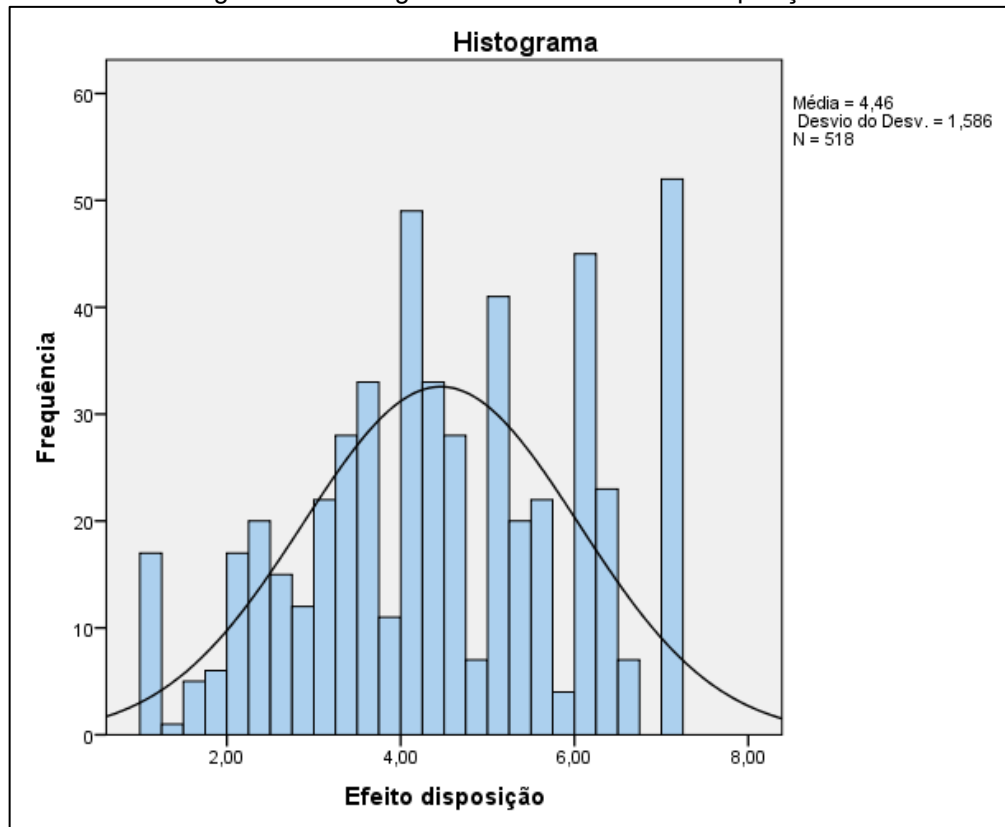
De acordo com o exibido na Figura 16, este modelo de mensuração também é formado por três itens, elaborados por Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017), os quais tratam de diferentes cenários em que o respondente precisa indicar qual a probabilidade de vender um investimento que têm apresentado queda em seu valor no último ano. Vale destacar que os três itens foram invertidos, de modo a representarem que, quando mais próxima de 7(1) a resposta do indivíduo, maior(menor) é o seu efeito disposição. Verifica-se que os três itens apresentaram cargas fatoriais elevadas, superiores a 0,7, e, como os valores para os índices de ajuste do modelo inicial foram adequados, não foi necessária a remoção de itens. Por fim, os valores apresentados para a confiabilidade composta e validade convergente permitiram concluir que este seria o modelo mais adequado para mensurar o efeito disposição, logo, decidiu-se por utilizá-lo no cálculo do modelo integrado.

### 5.3.3.1 Construção do indicador efeito disposição

A partir do modelo validado, foi construído um indicador para avaliar o efeito disposição dos indivíduos da amostra. Levou-se em conta as cargas fatoriais ponderadas dos três itens propostos por Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017), sendo o cálculo do indicador efeito disposição conduzido da seguinte maneira: (Item 56 invertido\*0,355)+(Item 57 invertido\*0,326)+(Item 58 invertido\*0,319). A interpretação dos resultados alcançados para o indicador deve considerar que, quanto

mais próximo de 7(1) o valor, maior(menor) é o efeito disposição do respondente. Calculou-se o indicador para a amostra, e, visando conhecer a distribuição de frequência do indicador na amostra, seu histograma é apresentado na Figura 17, enquanto a média, a mediana e o desvio-padrão alcançados são apresentados na Tabela 22.

Figura 17 – Histograma do indicador efeito disposição



Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Tabela 22 – Média, mediana e desvio-padrão do indicador efeito disposição

Indicador	Média	Mediana	Desvio-padrão
Efeito disposição	4,462	4,362	1,586

Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Tomando como base os resultados expostos na Figura 17, a maioria dos respondentes obteve valores acima de 4 para o indicador, enquanto, pela Tabela 22, verifica-se que a média do indicador efeito disposição foi de 4,462, e sua mediana obteve valor de 4,362. Visto que tanto a média quanto a mediana estão mais próximas de 7 do que de 1, indicando probabilidade relativamente baixa de vender um ativo da própria carteira que vêm enfrentando queda em seu valor nos últimos 12 meses, pode-se sugerir que a amostra analisada apresenta nível razoável de efeito disposição.

## 5.4 MODELO INTEGRADO

Concluída a validação individual dos construtos, a etapa final da análise envolveu a construção do modelo integrado, através da Modelagem de Equações Estruturais (MEE), que reuniu os modelos de mensuração dos construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição, e o modelo estrutural. Com o modelo integrado, busca-se conhecer o impacto da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição. A avaliação do modelo integrado se deu através dos índices de ajuste, cujos resultados são expostos na Tabela 23.

Tabela 23 – Índices de ajuste dos modelos integrados inicial e final

Índice	Limite	Modelo integrado	
		Modelo inicial	Modelo final
Qui-quadrado (valor)	---	708,516	596,431
Qui-quadrado (probabilidade)	<0,05	0,000	0,000
Qui-quadrado/Graus de liberdade	<3	2,354	2,064
RMSEA – <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	<0,06	0,051	0,045
CFI – <i>Comparative Fit Index</i>	>0,95	0,948	0,961
TLI – <i>Tucker-Lewis Index</i>	>0,95	0,939	0,952

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Percebe-se que o modelo inicial atendeu aos valores desejados para a probabilidade do qui-quadrado, para a razão qui-quadrado/graus de liberdade e para o RMSEA. Todavia, os valores para o CFI e TLI ficaram ligeiramente abaixo dos limites mínimos estabelecidos. Por isso, foram realizados ajustes no modelo do tipo inclusão de correlações entre os erros de itens de um mesmo construto, que fossem sugeridas pelo software e fizessem sentido teórico. Foram inseridas 12 correlações para o ajuste do modelo, sendo rodado novamente o modelo a cada correlação incluída.

A primeira correlação foi inserida entre os erros dos itens 8↔23, dos fatores aprendizagem social e utilidade social, os quais dizem respeito a consultar os pares e buscar aprovação deles antes de realizar um investimento. As duas correlações seguintes envolveram itens do construto tolerância ao risco financeiro, sendo inseridas entre os erros dos itens 48i↔50i, que tratam sobre não sentir estresse ou desconfortável ao perder valor ou parte dos investimentos; e 42i↔44, que relacionam a segurança do investimento não ser mais importante que lucros elevados com a experiência do indivíduo no mercado financeiro. A quarta correlação foi inserida entre erros dos itens 9↔20, novamente dos fatores aprendizagem social e utilidade social,

que se referem a perguntar aos pares sobre um investimento quando há pouca experiência sobre ele e buscar investir nos mesmos ativos que os pares para discutirem juntos sobre os retornos alcançados.

As sete correlações seguintes foram inseridas entre erros de itens do construto tolerância ao risco financeiro. Especificamente, incluiu-se correlações entre os erros dos itens 43↔49 e 47↔52, que relacionam achar prazeroso se manter informado sobre o mercado de capitais e aplicar tais informações nos investimentos com manter a calma ao perceber queda nos valores dos investimentos; e estar ciente sobre questões de dinheiro com poder esperar vários anos para que os seus investimentos se recuperem. Ainda, foram inseridas correlações entre os erros dos itens 38↔43, 39↔43, 39↔44, 38↔44 e 42i↔43, que dizem respeito a achar lucros elevados atraentes e reconhecer os riscos elevados, gostar de correr o risco de perder dinheiro quando há a chance de ganhos, não considerar a segurança do investimento como mais importante que lucros elevados, achar prazeroso se manter informado sobre o mercado de capitais e aplicar tais informações nos investimentos e já ter adquirido experiência no mercado financeiro.

A última correlação foi inserida entre os erros dos itens 9↔15, dos fatores aprendizagem social e utilidade social, que relacionam perguntar aos pares sobre um investimento quando há pouca experiência sobre ele com gostar de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros. De acordo com Pestana e Gageiro (2014), percebe-se que as correlações foram muito baixas entre os erros dos itens 8↔23 (0,135), 9↔20 (0,174), 43↔49 (0,119), 47↔52 (0,096), 42i↔43 (0,159) e 9↔15 (0,067); e baixas entre os erros dos itens 48i↔50i (0,369), 42i↔44 (0,251), 38↔43 (0,299), 39↔43 (0,367), 39↔44 (0,352) e 38↔44 (0,240). Na Tabela 24, são listadas as correlações incluídas no modelo integrado.

Tabela 24 – Correlações incluídas no modelo integrado final

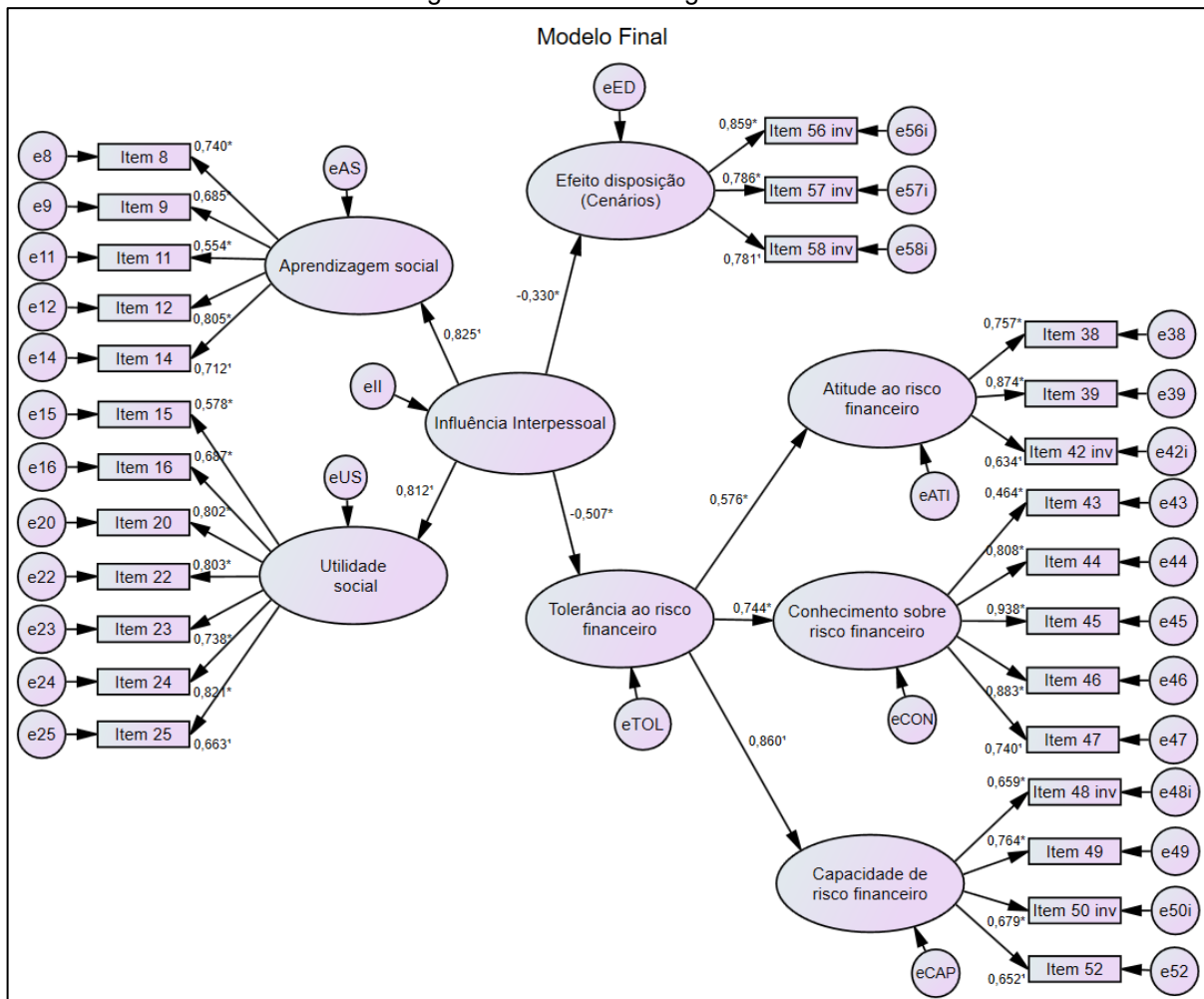
Correlações		Valor	Correlações		Valor		
e8	↔	e23	0,135*	e38	↔	e43	0,299*
e48	↔	e50	0,369*	e39	↔	e43	0,367*
e42i	↔	e44	0,251*	e39	↔	e44	0,352*
e9	↔	e20	0,174*	e38	↔	e44	0,240*
e43	↔	e49	0,119*	e42i	↔	e43	0,159*
e47	↔	e52	0,096*	e9	↔	e15	0,067*

Nota: \*p<0,05. Fonte: Dados da pesquisa (2023).



A partir da Tabela 24, percebe-se que todas as correlações incluídas foram significativas à 5%. Vale destacar que, mesmo com a inclusão das correlações, todas as correlações que já estavam no modelo permaneceram significativas. Com os ajustes realizados, o modelo integrado final atingiu os valores mínimos desejados para todos os índices de ajuste, sendo a razão qui-quadrado/graus de liberdade inferior a 3, RMSEA inferior a 0,06 e CFI e TLI maiores que 0,95, conforme apresentado anteriormente na Tabela 23. Destaca-se que, apesar da maioria dos casos demandar um qui-quadrado não significativo ( $p\text{-valor} > 0,05$ ), é esperado e aceitável um resultado significativo ( $p\text{-valor} \leq 0,05$ ) em modelos com muitas variáveis e amostras maiores (HAIR et al., 2019). Na sequência, o modelo integrado final, com seus coeficientes padronizados e significâncias, é apresentado na Figura 18.

Figura 18 – Modelo integrado final



Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>valor de z não calculado onde o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo. O nome do construto Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal foi simplificado para "Influência Interpessoal" por simplicidade. As correlações entre os erros foram suprimidas por simplicidade. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

Pela Figura 18, identifica-se que a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal impacta significativamente tanto na tolerância ao risco financeiro quanto no efeito disposição. Para a primeira relação analisada, o efeito da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro se mostrou negativo (coeficiente  $-0,507$ , sig.  $<0,05$ ), isto é, quanto mais suscetível à influência interpessoal for o investidor, menor será sua tolerância ao risco financeiro. Este resultado pode ser corroborado por Ahern, Duchin e Shumway (2014), Balsa, Gandelman e González (2015), Zhao et al. (2015), Thies, Wessel e Benlian (2016) e Wasiuzzaman e Edalat (2016), os quais verificaram que as interações sociais levam à redução da tolerância ao risco apresentada pelos indivíduos.

Como justificativa para tal resultado, Zhao et al. (2015) argumentam que as informações advindas das interações sociais ajudam os indivíduos a reduzirem os níveis de risco em suas decisões de investimento, fazendo-os tomarem decisões mais neutras ao risco, no sentido de haver um processo de aprendizagem social. Para Thies, Wessel e Benlian (2016), a observação dos comportamentos passados de outros investidores serve como um indicador de qualidade ao tomar uma decisão de investimento, o que permite aos investidores reduzirem o seu próprio nível de risco assumido. Desta forma, pode-se sugerir que a aprendizagem social que emerge das interações sociais seja um fator determinante do impacto negativo da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro.

Por outra perspectiva, Ahern, Duchin e Shumway (2014) e Balsa, Gandelman e González (2015) atribuem o resultado à conformidade entre os pares, em que os indivíduos irão assumir o comportamento predominante em seu grupo social. Por este entendimento, Lu e Tang (2015) explicam que a interação social leva os indivíduos a convergirem para a norma social, em que aumentam (diminuem) a exposição ao risco de sua carteira quando ela é muito inferior (superior) à média do grupo. Assim, é possível que a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal afete negativamente a tolerância ao risco financeiro no sentido de que os indivíduos estão convergindo para a média do grupo, o que pode estar relacionado à utilidade social e o desejo de se manter no mesmo patamar que os pares.

Quanto à segunda relação analisada, a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal exerceu impacto negativo sobre o efeito disposição (coeficiente  $-0,330$ , sig  $<0,05$ ), indicando que, quanto mais suscetível à influência interpessoal for um investidor, menor será seu efeito disposição, ou seja, o investidor estará menos

propenso a reter investimentos perdedores e a negociar investimentos vencedores. Tal resultado pode ser reforçado por Prates, Da Costa e Dorow (2017), Gemayel e Preda (2018), Jin, Li e Zhu (2021) e Danbolt, Eshraghi e Lukas (2022), os quais encontraram uma relação negativa entre as interações sociais e o nível de efeito disposição dos indivíduos.

Dentre as justificativas para o resultado, está a constante vigilância pelos pares, sendo que investidores sob vigilância exibiram menor efeito disposição do que aqueles em um ambiente de investimentos onde não há vigilância (GEMAYEL; PREDA, 2018). Segundo os autores, o contexto de interação com os pares deixa os indivíduos mais conscientes sobre suas ações, e eles, conseqüentemente, optam por fechar posições perdedoras, para não prejudicarem sua reputação. Danbolt, Eshraghi e Lukas (2022) chegaram a uma conclusão similar, argumentando que os indivíduos exibem um nível menor de efeito disposição quando suas carteiras de investimento são expostas para outros investidores. Nesse sentido, como a utilidade social propõe que os indivíduos gostam de causar boas impressões nos outros, além de apreciarem discutir os retornos alcançados e acompanhar a evolução de seus investimentos junto com os pares, suas decisões de investimento podem estar constantemente expostas, gerando preocupação com a própria reputação e reduzindo o efeito disposição.

A exposição dos resultados da carteira também foi uma justificativa dada por Jin, Li e Zhu (2021); porém, os autores apontam, ainda, que a vontade de aprender com os pares e a qualidade da aprendizagem são outros meios pelos quais as interações sociais auxiliam na redução do efeito disposição. Conforme os autores, as interações com os pares ajudam os indivíduos a obterem vantagens informacionais e a reduzirem preconceitos comportamentais, auxiliando na tomada de melhores decisões de investimento e impactando negativamente no efeito disposição. Esta perspectiva pode ser aplicada ao presente estudo, visto que a mensuração da suscetibilidade dos investidores à influência social assume que os indivíduos questionam seus pares sobre dicas de investimentos e aprenderam com eles grande parte do que sabem sobre investimentos.

Concluída a análise do modelo integrado, realizou-se um levantamento dos resultados para as hipóteses de pesquisa, as quais são retomadas na Tabela 25. Verifica-se que o impacto da suscetibilidade dos investidores à influência social sobre a tolerância ao risco financeiro se mostrou significativo e negativo, o que levou à não rejeição da Hipótese H1. Quanto ao impacto da suscetibilidade dos investidores à

influência social sobre o efeito disposição, este também foi significativo e negativo, não rejeitando a Hipótese H2.

Tabela 25 – Síntese dos resultados encontrados para as hipóteses de pesquisa

Hipótese	Relação entre os construtos			Resultado	Impacto
H1	Influência interpessoal <sup>1</sup>	→	Tolerância ao risco financeiro	Não rejeitada	-0,507*
H2	Influência interpessoal	→	Efeito disposição	Não rejeitada	-0,330*

Nota: \* $p < 0,05$ . <sup>1</sup>O nome do construto suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal foi simplificado para “influência interpessoal” por simplicidade. Fonte: Elaborado pela autora (2023).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nos diversos aspectos da vida, o ser humano é influenciado pelos comportamentos dos outros. Seja pelo desejo de aprender sobre uma oportunidade ou determinado assunto; ou, ainda, pela vontade de se sentir parte de um grupo, os indivíduos tendem a alterar seus comportamentos ao interagirem com possíveis pares. As finanças sociais surgem visando compreender como este contexto de interações sociais afeta os resultados econômicos, assumindo que os indivíduos observam uns aos outros e interagem entre si. Muitos estudos têm buscado demonstrar como a influência que surge das interações sociais afeta os comportamentos financeiros e de investimento, porém, verifica-se que não há unanimidade sobre qual a melhor maneira de mensurar esta influência. Ademais, destaca-se a importância de analisar a influência das interações sociais sobre os níveis de tolerância ao risco dos indivíduos, visto que todas as decisões financeiras envolvem certo nível de risco e incerteza; e, ainda, de verificar como esta pode funcionar como condutora de vieses comportamentais, como o efeito disposição, comportamento amplamente analisado em finanças comportamentais.

Desta maneira, a presente tese teve como objetivo principal analisar as relações entre os construtos suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição. Para tal, foram definidos os seguintes objetivos específicos: construir e validar uma escala para avaliação do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, considerando como fatores formadores a aprendizagem social e a utilidade social; avaliar os comportamentos de tolerância ao risco financeiro e efeito disposição dos investidores brasileiros; e elaborar um modelo integrado que detecte os efeitos do nível de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição. O método empregado, visando atender aos objetivos, envolveu a aplicação de um questionário, que obteve 518 respostas válidas de investidores de vários estados brasileiros, sendo a maioria do Rio Grande do Sul, São Paulo e Santa Catarina.

Quanto ao primeiro objetivo específico, verificou-se a necessidade de desenvolver uma escala para mensurar a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, visto que a escala adaptada do comportamento do consumidor por Hoffmann e Broekhuizen (2009) não captava muitas das nuances apontadas na

literatura sobre a influência das interações sociais e seu efeito nas decisões de investimento. Assim, foram propostos 19 itens para captar a influência dos pares (amigos, familiares e colegas) que interagem mais diretamente com os indivíduos; e 10 itens para analisar a influência das interações *online*, em redes sociais e com influenciadores digitais. Porém, apenas a escala para a influência de amigos, familiares e colegas foi validada, sendo mantidos 12 itens em seu modelo final. Partindo do modelo final, construiu-se um indicador que classifica, em quatro níveis, o quanto os investidores são suscetíveis à influência interpessoal em seus investimentos. Mais de 60% da amostra apresentou um nível muito baixo de suscetibilidade, indicando que são nada ou muito pouco suscetíveis, o que pode ser atribuído principalmente ao elevado nível de escolaridade e renda dos respondentes.

Em relação ao segundo objetivo específico, a tolerância ao risco financeiro foi avaliada através da escala de Wahl e Kirchler (2020), sendo perceptível que as respostas aos itens da escala foram em torno de 4 (indiferente) e 5 (concordo parcialmente), o que permite inferir que os indivíduos da amostra apresentam razoável nível de tolerância ao risco financeiro, não sendo totalmente intolerantes ou totalmente tolerantes ao risco. Relativo ao efeito disposição, a mensuração através dos três cenários hipotéticos de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017) demonstrou que, mesmo que um ativo apresente queda em seu valor ao longo de 12 meses, os respondentes indicam baixa probabilidade de vender o referido ativo, sugerindo um provável efeito disposição na amostra. Uma vez que não havia construtos consolidados para o contexto brasileiro, a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição foram validados através da AFC, sendo mantidos, em seus modelos finais, 12 dos 20 itens da escala de tolerância ao risco financeiro, e os três itens (cenários) originais do efeito disposição.

Por fim, para atender ao terceiro objetivo específico e às duas hipóteses de pesquisa, os modelos finais dos três construtos analisados – suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal, tolerância ao risco financeiro e efeito disposição – foram reunidos em um único modelo, sendo estabelecida a relação de causa e efeito da influência interpessoal para os dois outros construtos. Como o modelo inicial não se mostrou adequado, foram realizados ajustes no modelo, especificamente a inclusão de correlações entre os erros dos itens. Estando o modelo final adequado, isto é, validado, foi possível verificar que a suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal impacta de maneira significativa e negativa tanto no nível de tolerância

ao risco financeiro quanto de efeito disposição dos indivíduos. Assim, as duas hipóteses de pesquisa não foram rejeitadas, sendo possível afirmar que, quanto mais um investidor for suscetível à influência interpessoal em suas decisões de investimento, menor será sua tolerância ao risco financeiro, e menos ele irá apresentar o comportamento de segurar ativos perdedores e negociar ativos vencedores de sua carteira.

Diante dos resultados encontrados, é possível afirmar que esta pesquisa traz implicações teóricas, contribuindo com a literatura que estuda como a influência que emerge das interações sociais afeta os comportamentos de tolerância ao risco financeiro e efeito disposição dos indivíduos. Muitos estudos sugeriram que as interações com os pares influenciam na manifestação de comportamentos prejudiciais tanto para os investidores quanto para os mercados, como a participação em negociações especulativas e em esquemas de pirâmide, resultando na redução de riqueza e bem-estar. Por outro lado, esta tese demonstrou que, pelas dimensões da aprendizagem social e da utilidade social, a influência interpessoal pode auxiliar os investidores a reduzirem os níveis de risco em suas decisões financeiras, tendo mais segurança em seus investimentos, e a amenizarem certos preconceitos comportamentais, como o relacionado à não negociação de investimentos com valor em queda.

Suas implicações teóricas também envolvem a proposição de uma nova forma de analisar o quanto os investidores são influenciados em suas decisões de investimento por seus pares, reforçando que as dimensões da aprendizagem social e da utilidade social são indispensáveis para esta análise. A escala desenvolvida é simples e de fácil aplicação, podendo ser útil para aplicação individual ou em grupos e em pesquisas longitudinais, onde será possível conhecer a variação da característica comportamental ao longo do tempo. Ainda, as validações para o contexto brasileiro da escala de tolerância ao risco financeiro, de Wahl e Kirchler (2020), e dos cenários para mensurar o efeito disposição, de Jonsson, Söderberg e Wilhelmsson (2017), são outras contribuições do estudo, sendo alternativas de medidas para pesquisas futuras na área das finanças comportamentais e sociais, que busquem mensurar os níveis de tolerância ao risco financeiro e de efeito disposição dos brasileiros.

Quanto às implicações práticas, a escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal, sugerida na presente pesquisa, pode ser incorporada pelas

instituições financeiras na análise do perfil de investidor (*suitability*), com o objetivo de elucidar o papel dos pares nas escolhas de investimento e na vida financeira geral de cada investidor brasileiro. Em posse de tais informações, é possível estimular a reflexão sobre as preferências individuais, a qualidade das informações recebidas dos pares e a autoimagem em relação a eles. Sendo benéfica não apenas ao nível individual, a compreensão de como a influência interpessoal atua sobre as decisões de investimento é crucial para entender movimentos inesperados nos mercados, como bolhas especulativas, e pode apoiar o desenvolvimento de políticas governamentais que protejam investidores inexperientes de estratégias potencialmente danosas.

Ademais, identifica-se algumas limitações no desenvolvimento do estudo. Por exemplo, devido ao uso da amostragem não probabilística, os resultados alcançados não podem ser generalizados para a totalidade da população investigada, ao passo que conclusões derivadas de uma amostragem probabilística são baseadas em métodos estatísticos e não assumem pressupostos sobre a distribuição das características na população (KISH, 1965). Ainda, verificou-se limitação na representatividade da amostra, predominantemente masculina, composta por indivíduos com alto grau de escolaridade e que são servidores públicos, o que pode limitar a generalização dos resultados. O questionário extenso e complexo, empregado no estudo, também pode ter influenciado a taxa de resposta ou a qualidade das respostas dadas pelos participantes.

A maioria dos itens do questionário obteve respostas dos 518 participantes, porém, como a escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal em sua abordagem adaptada, voltada para os relacionamentos *online* – grupos em redes sociais e/ou influenciadores digitais da área de investimentos financeiros –, não era de resposta obrigatória para todos os respondentes, o número de respostas válidas foi pequeno, o que impediu a validação desta versão da escala. O emprego do método *survey*, com aplicação de questionário em um único momento, não capta as mudanças de sentimento e opiniões dos respondentes, e a literatura indica que quem responde ao instrumento de pesquisa é o “eu recordativo”, que não vive as experiências, apenas avalia os acontecimentos de forma retrospectiva, a partir das experiências do “eu experiencial” (REDELMEIER; KATZ; KAHNEMAN, 2003).

Outra limitação relacionada à pesquisa *survey* é a dificuldade em lidar com a endogeneidade, sendo possível que existam variáveis omitidas que afetem os comportamentos analisados. Quanto aos resultados, ao analisar o efeito do nível de



suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre a tolerância ao risco financeiro e o efeito disposição, a literatura aponta como uma justificativa plausível a conformidade de comportamentos com o grupo. Todavia, uma vez que não se analisou o comportamento dos pares que possivelmente influenciaram os respondentes, não se pode fazer esta afirmação, sendo apenas uma sugestão da literatura.

A partir das limitações, emergem sugestões para pesquisas futuras, como a aplicação das escalas sugeridas para amostras maiores e mais diversificadas. Ao aplicar a escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal, em sua abordagem original (direcionada aos pares) para uma amostra substancialmente maior, será possível realizar testes de invariância do modelo, que indicarão, por exemplo, se o modelo proposto difere entre os sexos, faixas etárias, faixas de renda e níveis de escolaridade. Quanto à abordagem adaptada da escala, que trata dos relacionamentos *online*, uma amostra maior e formada exclusivamente por pessoas que participam de grupos sobre investimentos nas redes sociais e acompanham influenciadores digitais permitiria a validação do modelo e, posteriormente, possíveis testes de invariância.

Demais sugestões envolvem a inclusão de componentes qualitativos no estudo do tema, como entrevistas e grupos focais, para aprofundar o entendimento dos construtos e das respostas dos participantes. Neste sentido, também podem ser utilizados estudos de caso, com a análise de cenários específicos de investimento da vida real que ilustrem como a influência social impacta no processo decisório dos investidores. Por fim, sugere-se a adaptação e aplicação da escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal em outros países, visando sua validação *cross-cultural*, e a análise de seu impacto sobre outras características comportamentais dos investidores, como o excesso de confiança, o viés de familiaridade e o viés doméstico (*home bias*).

## REFERÊNCIAS

- AHERN, K. R.; DUCHIN, R.; SHUMWAY, T. Peer effects in risk aversion and trust. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 11, p. 3213–3240, 2014.
- AKCAY, E.; HIRSHLEIFER, D. Social Finance: Cultural evolution, transmission bias and market dynamics. **NBER Working Papers 27745**, 2020.
- ALEXANDRE, N. M. C.; COLUCI, M. Z. O. Validade de conteúdo nos processos de construção e adaptação de instrumentos de medidas. **Ciência e Saúde Coletiva**, v. 16, n. 7, p. 3061–3068, 2011.
- AMBUEHL, S. et al. Peer advice on financial decisions: a case of the blind leading the blind?. **NBER Working Papers 25034**, 2018.
- ANTENOR, S. **Comitês de Ética ajudam a regular pesquisas com seres humanos**. IPEA - Centro de Pesquisa em Ciência, Tecnologia e Sociedade, Brasília - DF, 08 out. 2020. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cts/pt/central-de-conteudo/artigos/artigos/228-comites-de-etica-ajudam-a-regular-pesquisas-com-seres-humanos-no-brasil>. Acesso em: 09 ago. 2021.
- APESTEGUIA, J.; OECHSSLER, J.; WEIDENHOLZER, S. Copy trading. **Management Science**, v. 66, n. 12, p. 5608–5622, 2020.
- ARRONDEL, L. et al. Informative social interactions. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 203, p. 246–263, 2022.
- ASCH, S. **Social psychology**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1952.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Raio X do investidor brasileiro: 5a edição**. 2022. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/D2/53/F2/3D/A5AB0810B5890B086B2BA2A8/Relatorio\\_5\\_edicao\\_do\\_Raio\\_X\\_do\\_Investidor\\_Brasileiro.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/D2/53/F2/3D/A5AB0810B5890B086B2BA2A8/Relatorio_5_edicao_do_Raio_X_do_Investidor_Brasileiro.pdf). Acesso em: 04 maio 2023.
- B3. **Pessoas físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3**. São Paulo, 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm). Acesso em: 08 ago. 2021.
- B3. **Número de investidores na B3 cresce mesmo em cenário de alta volatilidade**. 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/numero-de-investidores-na-b3-cresce-mesmo-em-cenario-de-alta-volatilidade.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/numero-de-investidores-na-b3-cresce-mesmo-em-cenario-de-alta-volatilidade.htm). Acesso em: 04 maio 2023.
- B3. **Pessoas Físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3**. 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/). Acesso em: 06 ago. 2023.

BAKER, H. K. et al. How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. **Managerial Finance**, v. 45, n. 1, p. 124–146, 2019.

BALAKINA, O. et al. Good peers, good apples? Peer effects in portfolio quality. **SAFE Working Paper**, n. 353, 2022.

BALSA, A. I.; GANDELMAN, N.; GONZÁLEZ, N. Peer Effects in Risk Aversion. **Risk Analysis**, v. 35, n. 1, p. 27–43, 2015.

BALTAKYS, K. et al. Neighbors matter: Geographical distance and trade timing in the stock market. **Finance Research Letters**, v. 31, p. 250–257, 2019.

BANCO DO BRASIL. **Análise de perfil do investidor BB**. 2022. Disponível em: <https://www.bb.com.br/site/investimentos/api/>. Acesso em: 1 set. 2022.

BANERJEE, A.; FUDENBERG, D. Word-of-mouth learning. **Games and Economic Behavior**, v. 46, n. 1, p. 1–22, 2004.

BANERJEE, A. V. A simple model of herd behavior. **Quarterly Journal of Economics**, v. 107, n. 3, p. 797–817, 1992.

BARBER, B. M.; ODEAN, T. The internet and the investor. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 1, p. 41–54, 2001.

BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. *In*: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. (eds.). **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier Science B.V., 2003. p. 1053–1128.

BARNEA, A.; CRONQVIST, H.; SIEGEL, S. Nature or nurture: What determines investor behavior?. **Journal of Financial Economics**, v. 98, n. 3, p. 583–604, 2010.

BEARDEN, W. O.; NETEMEYER, R. G.; TEEL, J. E. Measurement of Consumer Susceptibility to Interpersonal Influence. **Journal of Consumer Research**, v. 15, n. 4, p. 473, 1989.

BERNHARDT, D.; CAMPELLO, M.; KUTSOATI, E. Who herds?. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 3, p. 657–675, 2006.

BERNHEIM, B. D. A theory of conformity. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 51, p. 841–877, 1994.

BERTÃO, N. **Rota do dinheiro em 2020**: Brasileiro sai de fundos de renda fixa, entra na bolsa e compra novos ativos pra carteira. Valor Investe, São Paulo, 26 jan. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2021/01/26/rota-dodinheiro-em-2020-brasileiro-sai-de-fundos-de-renda-fixa-entra-na-bolsa-e-compra-novosativos-pra-carteira.ghtml>. Acesso em: 26 ago. 2021.

BIKHCHANDANI, S.; HIRSHLEIFER, D.; WELCH, I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, n. 3, p. 151–170, 1998.

BIZZI, L.; LABBAN, A. The double-edged impact of social media on online trading: Opportunities, threats, and recommendations for organizations. **Business Horizons**, v. 62, n. 4, p. 509–519, 2019.

BOUGHEAS, S.; NIEBOER, J.; SEFTON, M. Risk-taking in social settings: Group and peer effects. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 92, p. 273–283, 2013.

BRITO, T. **Taxa de fecundidade deve seguir em queda no Brasil**. G1 CE, maio 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/ce/ceara/noticia/2023/05/14/taxa-de-fecundidade-deve-seguir-em-queda-no-brasil.ghtml>. Acesso em: 06 ago. 2023.

BROWN, J. R. et al. Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation. **Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1509–1531, 2008.

BROWN, T. A. **Confirmatory factor analysis for applied research**. New York, NY: The Guilford Press, 2006.

BROWNE, M. J. et al. Peer effects in risk preferences: Evidence from Germany. **Annals of Operation Research**, v. 299, n. 1-2, p. 1129–1163, 2021.

BURSZTYN, L. et al. Understanding mechanisms underlying peer effects: Evidence from a field experiment on financial decisions. **Econometrica**, v. 82, n. 4, p. 1273–1301, 2014.

BYRNE, B. M. **Structural Equation Modeling with AMOS: Basic concepts, applications, and programming**. 3d. ed. New York, NY: Routledge, 2016.

CAMPBELL, D. T. Social Attitudes and Other Acquired Behavioral Dispositions. In: KOCH, S. (ed.). **Psychology: A study of a science**. New York, NY: McGraw-Hill, 1963. p. 94–172.

CHANGWONY, F. K.; CAMPBELL, K.; TABNER, I. T. Social engagement and stock market participation. **Review of Finance**, v. 19, n. 1, p. 317–366, 2015.

COMISSÃO NACIONAL DE ÉTICA EM PESQUISA (CONEP). **A Plataforma Brasil**. Disponível em: <http://conselho.saude.gov.br/plataforma-brasil-conep?view=default>. Acesso em: 26 ago. 2021.

COOPER, D. J.; REGE, M. Misery loves company: Social regret and social interaction effects in choices under risk and uncertainty. **Games and Economic Behavior**, v. 73, n. 1, p. 91–110, 2011.

CORDELL, D. M. RiskPACK: how to Evaluate Risk Tolerance. **Journal of Financial Planning**, v. 14, n. 6, p. 36–40, 2001.

CORDELL, D. M. Risk Tolerance in Two Dimensions. **Journal of Financial Planning**, v. 15, n. 5, p. 30–33, 2002.

CORTER, J. E.; CHEN, Y. J. Do investment risk tolerance attitudes predict portfolio risk?. **Journal of Business and Psychology**, v. 20, n. 3, p. 369–381, 2006.

DANBOLT, J.; ESHRAGHI, A.; LUKAS, M. Investment transparency and the disposition effect. **European Financial Management**, v. 28, n. 3, p. 834–865, 2022.

DAS, T.; BANERJEE, P. Peer effects on decision making in complex financial situations. **Economic Modelling**, v. 127, 106477, p. 1–14, 2023.

DAVEY, G. Scientific Risk Profiling: Risk Tolerance, Risk Profiling and the Financial Planning Process. **ProQuest**, Sydney, 2000.

DAVIS, L. L. Instrument review: Getting the most from a panel of experts. **Applied Nursing Research**, v. 5, n. 4, p. 194–197, 1992.

DELFINO, A.; MARENGO, L.; PLONER, M. I did it your way. An experimental investigation of peer effects in investment choices. **Journal of Economic Psychology**, v. 54, p. 113–123, 2016.

DEMARZO, P. M.; VAYANOS, D.; ZWIEBEL, J. Persuasion Bias, Social Influence, and Unidimensional Opinions. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 3, p. 909–968, 2003.

DEUTSCH, M.; GERARD, H. B. A study of normative and informational social influence upon individual judgement. **Journal of Abnormal and Social Psychology**, v. 51, p. 629–636, 1955.

DUESENBERY, J. S. **Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1950.

DUFLO, E.; SAEZ, E. Participation and investment decisions in a retirement plan: The influence of colleagues' choices. **Journal of Public Economics**, v. 85, n. 1, p. 121–148, 2002.

THE ECONOMIST. **The prices of sports cards and odd collectibles are booming, too**. Finance & Economics, 25 fev. 2021. Disponível em: <https://www.economist.com/financeand-economics/2021/02/25/the-prices-of-sports-cards-and-odd-collectibles-are-booming-too>. Acesso em: 10 abr. 2021.

ELLISON, G.; FUDENBERG, D. Word-of-Mouth Communication and Social Learning. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 110, n. 1, p. 93–125, 1995.

ESCOBAR, L.; PEDRAZA, A. Active trading and (poor) performance: The social transmission channel. **Journal of Financial Economics**, v. 150, n. 1, p. 139–165, 2023.

FERNÁNDEZ-LÓPEZ, S.; REY-ARES, L.; VIVEL-BÚA, M. The role of internet in stock market participation: just a matter of habit?. **Information Technology and People**, v. 31, n. 3, p. 869–885, 2018.

FERRANDO, P. J.; LORENZO-SEVA, U. Assessing the Quality and Appropriateness of Factor Solutions and Factor Score Estimates in Exploratory Item Factor Analysis. **Educational and Psychological Measurement**, v. 78, n. 5, p. 762–780, 2018.

FERREIRA, F.; LI, J.; NOSSIG, R. **Número de pessoas físicas na Bolsa cresce 35,7% em um ano – XP Monitor**. Expert XP, Relatórios, 12 ago. 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/numero-de-pessoas-fisicas-na-bolsa-cresce-357-em-um-ano-xp-monitor/>. Acesso em: 21 dez. 2023.

FESTINGER, L. A Theory of Social Comparison Processes. **Human Relations**, v. 7, n. 2, p. 117–140, 1954.

FORNELL, C.; LARCKER, D. F. Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error. **Journal of Marketing Research**, v. 18, n. 1, p. 39–50, 1981.

GAO, M.; FOK, R. C. W. Demographics, family/social interaction, and household finance. **Economics Letters**, v. 136, p. 194–196, 2015.

GEMAYEL, R.; PREDA, A. Does a scopic regime erode the disposition effect? Evidence from a social trading platform. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 154, p. 175–190, 2018.

GEORGARAKOS, D.; HALIASSOS, M.; PASINI, G. Household debt and social interactions. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 5, p. 1404–1433, 2014.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6a. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GOO, Y. J. et al. A study of the disposition effect for individual investors in the Taiwan stock market. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 46, n. 1, p. 108–119, 2010.

GRABLE, J. E. Financial Risk Tolerance and Additional Factors that Affect Risk Taking in Everyday Money Matters. **Journal of Business and Psychology**, v. 14, n. 4, p. 625–630, 2000.

HAIR, J. F. et al. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)**. 2nd. ed. Los Angeles, LA: SAGE, 2016.

HAIR, J. F. et al. **Multivariate Data Analysis**. 8th ed. Hampshire, UK: Cengage Learning, 2019.

HAIR, J. F.; PAGE, M.; BRUNSVELD, N. **Essentials of Business Research Methods**. 4th ed. New York, NY: Routledge, 2020.

HAN, B.; HIRSHLEIFER, D. A. Self-Enhancing Transmission Bias and Active Investing. **SSRN Electronic Journal**, may 2012.

HAN, B.; YANG, L. Social Networks, Information Acquisition, and Asset Prices. **Management Science**, v. 59, n. 6, p. 1444–1457, 2013.

HAYNES, S.; RICHARD, D.; KUBIANCY, E. Content validity in psychosocial assessment: A functional approach to concept and method. **Psychological Assessment**, v. 7, n. 3, p. 238–247, 1995.

HEIMER, R. Z. Friends do let friends buy stocks actively. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 107, part B, p. 527–540, 2014.

HEIMER, R. Z. Peer pressure: Social interaction and the disposition effect. **Review of Financial Studies**, v. 29, n. 11, p. 3177–3209, 2016.

HELLSTRÖM, J.; ZETTERDAHL, E.; HANES, N. Loved ones matter: family effects and stock market participation. **Umeå Economic Studies 865**, 2013.

HIRSHLEIFER, D. Behavioral Finance. **Annual Review of Financial Economics**, v. 7, p. 133–159, 2015.

HIRSHLEIFER, D. Presidential Address: Social Transmission Bias in Economics and Finance. **Journal of Finance**, v. 75, n. 4, p. 1779–1831, 2020.

HIRSHLEIFER, D.; TEOH, S. H. Thought and Behavior Contagion in Capital Markets. *In*: HENS, T.; SCHENK-HOPPE, K. (eds.). **Handbook of Financial Markets: Dynamics and Evolution**. Amsterdam, The Netherlands: North-Holland, 2008. p. 1–46.

HO, C. M. The Effects of Social Interaction and Psychological Bias on Trading Behavior: Evidence from a Laboratory Experiment. **Journal of Mathematical Finance**, v. 8, n. 1, p. 178–196, 2018.

HOFFMANN, A. O. I.; BROEKHUIZEN, T. L. J. Susceptibility to and impact of interpersonal influence in an investment context. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 37, n. 4, p. 488–503, 2009.

HONG, H.; KUBIK, J. D.; STEIN, J. C. Social Interaction and Stock-Market Participation. **Journal of Finance**, v. 59, n. 1, p. 137–163, 2004.

HONG, H.; KUBIK, J. D.; STEIN, J. C. Thy neighbor's portfolio: Word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers. **Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2801–2824, 2005.

HOOPER, D.; COUGHLAN, J.; MULLEN, M. Structural Equation Modelling: Guidelines for Determining Model Fit. **Electronic Journal on Business Research Methods**, v. 6, n. 1, p. 53–60, 2008.

HORN, J. L. A rationale and test for the number of factors in factor analysis. **Psychometrika**, v. 30, n. 2, p. 179–185, 1965.

HU, L. T.; BENTLER, P. M. Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. **Structural Equation Modeling**, v. 6, n. 1, p. 1–55, 1999.

HYRKÄS, K.; APPELQVIST-SCHMIDLECHNER, K.; OKSA, L. Validating an instrument for clinical supervision using an expert panel. **International Journal of Nursing Studies**, v. 40, n. 6, p. 619–625, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Síntese de Indicadores Sociais**. 2022. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/rendimento-despesa-e-consumo/9221-sintese-de-indicadores-sociais.html?=&t=conceitos-e-metodos>. Acesso em: 06 ago. 2023.

IVKOVIĆ, Z.; WEISBENNER, S. Information diffusion effects in individual investors' common stock purchases: Covet thy neighbors' investment choices. **Review of Financial Studies**, v. 20, n. 4, p. 1327–1357, 2007.

JABR, W.; RAI, A. When trading becomes social: How social trading platforms affect the disposition effect. **ICIS 2022 Proceedings**, 16, 2022.

JIN, X.; LI, R.; ZHU, Y. Could social interaction reduce the disposition effect? Evidence from retail investors in a directed social trading network. **PLoS ONE**, v. 16, n. 2, p. 1–17, 2021.

JONSSON, S.; SÖDERBERG, I. L.; WILHELMSSON, M. An investigation of the impact of financial literacy, risk attitude, and saving motives on the attenuation of mutual fund investors' disposition bias. **Managerial Finance**, v. 43, n. 3, p. 282–298, 2017.

JÖRESKOG, K. G. Testing structural equation models. *In*: BOLLEN, K. A.; LONG, J. S. (Eds.). **Testing structural equation models**. Newbury Park, CA: SAGE, 1993. p. 294–316.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263–291, 1979.

KARAKOSTAS, A.; MORGAN, G.; ZIZZO, D. J. Socially interdependent risk taking. **Theory and Decision**, v. 95, n. 3, p. 365–378, 2023.

KAUSTIA, M.; KNÜPFER, S. Peer performance and stock market entry. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 2, p. 321–338, 2012.

KILDUFF, M. The interpersonal structure of decision making: A social comparison approach to organizational choice. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 47, n. 2, p. 270–288, 1990.

KISH, L. **Survey sampling**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 1965.



KLINE, R. B. **Principles and practices of structural equation modelling**. 4th ed. New York, NY: The Guilford Press, 2016.

KLOCKE, N. et al. The Impact of Peer Performance on Individual Investors' Risk Taking. **HKIMR Working Paper**, 19, 2022.

KNOKE, D.; KUKLINSKI, J. H. **Network analysis**. Beverly Hills, CA: SAGE, 1982.

KUCHLER, T.; STROEBEL, J. **Social finance**. CESifo Working Papers 8658, 2020.

LAHNO, A. M.; SERRA-GARCIA, M. Peer effects in risk taking: Envy or conformity? **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 50, n. 1, p. 73–95, 2015.

LEI, S.; SALAZAR, L. R. Use of social networks in stock investment. **International Journal of Bank Marketing**, v. 40, n. 1, p. 110–127, 2022.

LEVY, M.; LEVY, H. Keeping up with the Joneses and optimal diversification. **Journal of Banking and Finance**, v. 58, p. 29–38, 2015.

LI, G. Information sharing and stock market participation: Evidence from extended families. **Review of Economics and Statistics**, v. 96, n. 1, p. 151–160, 2014.

LIANG, P.; GUO, S. Social interaction, Internet access and stock market participation-An empirical study in China. **Journal of Comparative Economics**, v. 43, n. 4, p. 883–901, 2015.

LIEBER, E. M. J.; SKIMMYHORN, W. Peer effects in financial decision-making. **Journal of Public Economics**, v. 163, p. 37–59, 2018.

LIN, H. Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: Evidence from the Taiwanese stock market. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 5, p. 1630–1641, 2011.

LORENZO-SEVA, U.; FERRANDO, P. J. Robust Promin: A method for diagonally weighted factor rotation. **Liberabit: Revista Peruana de Psicología**, v. 25, n. 1, p. 99–106, 2019.

LU, T.; TANG, N. Social Interaction Effects and Individual Portfolio Choice: Evidence from 401(k) Pension Plan Investors. **SSRN Electronic Journal**, 2015.

LYNN, M. R. Determination and quantification of content validity. **Nursing Research**, v. 35, n. 6, p. 382–386, 1986.

MALHOTRA, N. K.; NUNAN, D.; BIRKS, D. F. **Marketing research: An applied approach**. 5. ed. New York, NY: Pearson, 2017.

MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management Science**, v. 33, n. 11, p. 1404–1419, 1987.

MARTINS, G. A. **Estatística geral e aplicada**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MATOS, F. R. et al. Tradução, adaptação e evidências de validade de conteúdo do Schema Mode Inventory. **Psicologia: Teoria e Prática**, v. 22, n. 2, p. 18–38, 2020.

MATTAR, F. **Pesquisa de Marketing: Metodologia e planejamento**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MATURANA, G.; NICKERSON, J. Teachers Teaching Teachers: The Role of Workplace Peer Effects in Financial Decisions. **Review of Financial Studies**, v. 32, n. 10, p. 3920–3957, 2019.

MCCRINDLE, M.; WOLFINGER, E. **The ABC of XYZ: Understanding the Global Generations**. Sydney, AU: University of New South Wales Press, 2009.

MCGUIRE, W. J. Personality and susceptibility to social influences. *In*: BORGATTA, E. F.; LAMBERT, W. W. (Eds.). **Handbook of personality theory and research**. Chicago: Rand McNally, 1968. p. 1130–1187.

MCKENNA, K. Y. A.; BARGH, J. A. Causes and Consequences of Social Interaction on the Internet: A Conceptual Framework. **Media Psychology**, v. 1, n. 3, p. 249–269, 1999.

MEYER, E. A. et al. High on Bitcoin: Evidence of emotional contagion in the YouTube crypto influencer space. **Journal of Business Research**, v. 164, 113850, p. 1–14, 2023.

MYLONIDIS, N.; OIKONOMOU, L. G. Tracing the impact of peers on households' economic behavior. **Economic Change and Restructuring**, v. 54, p. 655-681, 2021.

NICHOLLS, A.; PATON, R.; EMERSON, J. **Social Finance**. Oxford, UK: Oxford University Press, 2015.

NOFSINGER, J. R. Social Mood and Financial Economics. **Journal of Behavioral Finance**, v. 6, n. 3, p. 144–160, 2005.

OSTROVSKY-BERMAN, E.; LITWIN, H. Social Network and Financial Risk Tolerance Among Investors Nearing and During Retirement. **Journal of Family and Economic Issues**, v. 40, n. 2, p. 237–249, 2019.

OUIMET, P.; TATE, G. Learning from Coworkers: Peer Effects on Individual Investment Decisions. **Journal of Finance**, v. 75, n. 1, p. 133–172, 2020.

PARK, C. W.; LESSIG, V. P. Students and Housewives: Differences in Susceptibility to Reference Group Influence. **Journal of Consumer Research**, v. 4, n. 2, p. 102–110, 1977.

PASQUALI, L. Testes referentes a construto: teoria e modelo de construção. *In*: PASQUALI, L.; COLABORADORES (org.). **Instrumentação psicológica: fundamentos e práticas**. Porto Alegre: Artmed, 2010. p. 165–198.

PELSTER, M.; GONZALEZ, G. R. Social media interactions and biases in investment decisions. **Centre for Economic Policy Research Working Paper**, 2016.

PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. **Análise de dados para ciências sociais: A complementaridade do SPSS**. 6ª. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2014.

PRATES, W. R.; DA COSTA JR., N. C. A.; DOROW, A. Risk Aversion, the Disposition Effect, and Group Decision Making: An Experimental Analysis. **Managerial and Decision Economics**, v. 38, n. 7, p. 1033–1045, 2017.

PREDA, A.; MURADOGLU, G. Groups, social processes and decision making in finance. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 11, n. 4, p. 429–455, 2019.

PROSAD, J. M.; KAPOOR, S.; SENGUPTA, J. Behavioral biases of Indian investors: a survey of Delhi-NCR region. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 7, n. 3, p. 230–263, 2015.

PRUIJSSERS, J. L. et al. Social influence pressures and the risk preferences of aspiring financial market professionals. **Journal of Accounting Education**, v. 62, 100828, p. 1–20, 2023.

RAHAYU, S.; ROHMAN, A.; HARTO, P. Herding Behavior Model in Investment Decision on Emerging Markets: Experimental in Indonesia. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 8, n. 1, p. 53–59, 2021.

RANTALA, V. How Do Investment Ideas Spread through Social Interaction? Evidence from a Ponzi Scheme. **Journal of Finance**, v. 74, n. 5, p. 2349–2389, 2019.

RAU, H. A. The disposition effect in team investment decisions: Experimental evidence. **Journal of Banking and Finance**, v. 61, p. 272–282, 2015.

REDELMEIER, D. A.; KATZ, J.; KAHNEMAN, D. Memories of colonoscopy: A randomized trial. **Pain**, v. 104, n. 1–2, p. 187–194, 2003.

RICE, R. E. et al. Social interaction and the Internet: A comparative analysis of surveys in the US and Britain. *In*: JOINSON, A. N. et al. (eds.). **Oxford Handbook of Internet Psychology**. Oxford, UK: Oxford University Press, 2009. p. 1–40.

SAUNDERS, M. N. K.; LEWIS, P.; THORNHILL, A. **Research Methods for Business Students**. 8. ed. New York, NY: Pearson, 2019.

SCHARFSTEIN, D.; STEIN, J. C. Herd Behavior and Investment. **American Economic Review**, v. 80, n. 3, p. 465–479, 1990.

SCHUMACKER, R. E.; LOMAX, R. G. **A Beginner's Guide to Structural Equation Modeling**. 4th ed. New York, NY: Routledge, 2016.

SHANMUGHAM, R.; RAMYA, K. Impact of Social Factors on Individual Investors' Trading Behaviour. **Procedia Economics and Finance**, v. 2, p. 237–246, 2012.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. **Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 777–790, 1985.

SHILLER, R. J. **Irrational Exuberance**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000.

SHILLER, R. J.; POUND, J. Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 12, n. 1, p. 47–66, 1989.

SOETEVEENT, A. R. Empirics of the identification of social interactions; an evaluation of the approaches and their results. **Journal of Economic Surveys**, v. 20, n. 2, p. 193–228, 2006.

THIES, F.; WESSEL, M.; BENLIAN, A. Effects of Social Interaction Dynamics on Platforms. **Journal of Management Information Systems**, v. 33, n. 3, p. 843–873, 2016.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124–1131, 1974.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC). **Termo de consentimento livre e esclarecido**. 2021. Disponível em: <http://cep.paginas.ufsc.br/files/2021/08/Termo-de-Consentimento-Livre-e-Esclarecido.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2021.

VAN ROOIJ, M.; LUSARDI, A.; ALESSIE, R. Financial Literacy and Stock Market Participation. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 2, p. 449–472, 2011.

WAHL, I.; KIRCHLER, E. Risk SCreening on the Financial Market (RISC-FM): A tool to assess investors' financial risk tolerance. **Cogent Psychology**, v. 7, n. 1, p. 1–37, 2020.

WASIUZZAMAN, S.; EDALAT, S. Personality, risk tolerance and social network use: an exploratory study. **Managerial Finance**, v. 42, n. 6, p. 536–552, 2016.

WEBER, M.; CAMERER, C. F. The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 33, n. 2, p. 167–184, 1998.

YOSHINAGA, C. E.; RAMALHO, T. B. Finanças comportamentais no Brasil: Uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 16, n. 53, p. 594–615, 2014.

ZAKHAROV, A.; BONDARENKO, O. Social status and social learning. **Journal of Behavioral and Experimental Economics**, v. 90, 101647, 2021.

ZHANG, A. C.; FANG, J.; JACOBSEN, B.; MARSHALL, B. R. Peer effects, personal characteristics and asset allocation. **Journal of Banking and Finance**, v. 90, p. 76–95, 2018.

ZHAO, J. C.; FU, W. T.; ZHANG, H.; ZHAO, S.; DUH, H. To risk or not to risk? improving financial risk-taking of older adults by online social information. **Proceedings of the 18th ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work & Social Computing (CSCW '15)**. Association for Computing Machinery, New York, NY, USA, 95–104, 2015.

ZHU, R. J. DHOLAKIA, U. M.; CHEN, X.; ALGESHEIMER, R. Does online community participation foster risky financial behavior?. **Journal of Marketing Research**, v. 49, n. 3, p. 394–407, 2012.

ZITZEWITZ, E. Measuring Herding and Exaggeration by Equity Analysts and Other Opinion Sellers. **Research Paper No. 1802**, Stanford Graduate School of Business, 2005.

**APÊNDICE A – RELAÇÃO DE AUTORES CONSULTADOS PARA O  
DESENVOLVIMENTO DOS ITENS DA ESCALA DE SUSCETIBILIDADE DOS  
INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL**

(continua)

<b>Item</b>	<b>Redação final</b>	<b>Autores</b>
<b>8</b>	Para ter certeza de realizar o investimento certo, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) em quais produtos financeiros investem.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>9</b>	Se tenho pouca experiência com algum tipo de investimento, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) sobre ele.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>10</b>	Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro.	Shiller e Pound (1989), Hoffmann e Broekhuizen (2009), Lin (2011), Van Rooij, Lusardi e Alessie (2011) e Baker et al. (2019)
<b>11</b>	Acho mais confiável buscar dicas de investimento com meus pares (amigos, familiares e colegas) do que com bancos, corretoras ou profissionais da área.	Brown et al. (2008), Han e Yang (2013) e Kuchler e Stroebe (2020)
<b>12</b>	Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de meus pares (amigos, familiares e colegas) do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	Bikhchandi, Hirshleifer e Welch (1998), Heimer (2014) e Ambuehl et al. (2018)
<b>13</b>	Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também.	Brown et al. (2008), Li (2014) e Hellström, Zetterdahl e Hanes (2013)
<b>14</b>	Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com meus pares (amigos, familiares e colegas).	Ambuehl et al. (2018)
<b>32</b>	Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro.	Shiller e Pound (1989), Barber e Odean (2001), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Baker et al. (2019)
<b>33</b>	Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	Barber e Odean (2001) e Demarzo, Vayanos e Zwiebel (2003)
<b>34</b>	Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com influenciadores digitais e em redes sociais.	Ambuehl et al. (2018)
<b>15</b>	Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>16</b>	Geralmente compro os ativos financeiros que acho que os outros aprovarão.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>17</b>	Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>18</b>	Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>19</b>	Invisto em ativos que os outros investem.	Hoffmann e Broekhuizen (2009)
<b>20</b>	Busco investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	Hong, Kubik e Stein (2004), Brown et al. (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Bursztyn et al. (2014)
<b>21</b>	Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores.	Hong, Kubik e Stein (2004), Brown et al. (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Bursztyn et al. (2014)

(conclusão)

Item	Redação final	Autores
22	Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois me preocupo com minha reputação perante eles.	Bernheim (1994), Hirshleifer e Teoh (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Preda e Muradoglu (2019)
23	Busco aprovação de meus pares (amigos, familiares e colegas), antes de realizar um investimento financeiro.	Bernheim (1994), Hirshleifer e Teoh (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Preda e Muradoglu (2019)
24	Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	Bursztyn et al. (2014) e Kuchler e Stroebe (2020)
25	Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que meus pares (amigos, familiares e colegas) investiram.	Prosad, Kapoor e Sengupta (2015), Bursztyn et al. (2014) e Kuchler e Stroebe (2020)
26	Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda.	Scharfstein e Stein (1990) e Prosad, Kapoor e Sengupta (2015)
28	Busco investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	Hong, Kubik e Stein (2004), Brown et al. (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Bursztyn et al. (2014)
29	Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais.	Hong, Kubik e Stein (2004), Brown et al. (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Bursztyn et al. (2014)
30	Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, pois me preocupo com minha reputação perante eles.	Bernheim (1994), Hirshleifer e Teoh (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Preda e Muradoglu (2019)
31	Busco aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participo, antes de realizar um investimento financeiro.	Bernheim (1994), Hirshleifer e Teoh (2008), Hoffmann e Broekhuizen (2009) e Preda e Muradoglu (2019)
35	Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais, pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	Bursztyn et al. (2014) e Kuchler e Stroebe (2020)
36	Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais investiram.	Prosad, Kapoor e Sengupta (2015), Bursztyn et al. (2014) e Kuchler e Stroebe (2020)
37	Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais também experimentassem a mesma perda.	Scharfstein e Stein (1990) e Prosad, Kapoor e Sengupta (2015)

Nota. Os itens 8 a 14 foram sugeridos inicialmente para a dimensão aprendizagem social pela abordagem original, enquanto os itens 32 a 34 foram propostos para a aprendizagem social pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais. Os itens 15 a 26 foram sugeridos para a dimensão utilidade social pela abordagem original, enquanto os itens 28 a 31 e 35 a 37 foram propostos para a utilidade social pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

**APÊNDICE B – COEFICIENTE DE VALIDADE DE CONTEÚDO PARA OS ASPECTOS CLAREZA DE LINGUAGEM, RELEVÂNCIA PRÁTICA, PERTINÊNCIA TEÓRICA E AVALIAÇÃO QUANTO À QUAL DIMENSÃO PERTENCE CADA ITEM**

(continua)

Item	Redação final	Clareza de linguagem	Relevância prática	Pertinência teórica	Pertence a qual dimensão?	
					AS	US
8	Para ter certeza de realizar o investimento certo, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) em quais produtos financeiros investem.	0,833	0,889	0,944	6	0
9	Se tenho pouca experiência com algum tipo de investimento, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) sobre ele.	0,917	0,778	0,889	6	0
10	Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro.	0,917	0,944	0,944	6	0
11	Acho mais confiável buscar dicas de investimento com meus pares (amigos, familiares e colegas) do que com bancos, corretoras ou profissionais da área.	1,000	0,889	1,000	6	0
12	Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de meus pares (amigos, familiares e colegas) do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	1,000	0,889	0,944	5	1
13	Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também.	0,917	0,889	0,889	1	5
14	Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com meus pares (amigos, familiares e colegas).	0,917	0,778	1,000	5	1
32	Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro.	0,917	0,889	0,889	6	0
33	Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	0,917	0,889	0,889	5	1
34	Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com influenciadores digitais e em redes sociais.	1,000	0,944	1,000	6	0
15	Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros.	0,917	0,722	0,944	0	6
16	Geralmente compro os ativos financeiros que acho que os outros aprovarão.	0,833	0,944	0,889	0	6
17	Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu.	0,667	0,667	0,833	0	6
18	Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem.	0,917	0,833	0,889	0	6
19	Invisto em ativos que os outros investem.	0,917	0,833	0,889	0	6
20	Busco investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	1,000	0,944	0,944	0	6
21	Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores.	1,000	0,833	0,944	1	5
22	Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1,000	0,778	1,000	0	6
23	Busco aprovação de meus pares (amigos, familiares e colegas), antes de realizar um investimento financeiro.	1,000	0,833	0,889	0	6
24	Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	1,000	0,778	1,000	0	6
25	Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que meus pares (amigos, familiares e colegas) investiram.	0,833	0,944	0,833	0	6



(conclusão)

Item	Redação final	Clareza de linguagem	Relevância prática	Pertinência teórica	Pertence a qual dimensão?	
					AS	US
26	Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda.	0,917	0,833	0,889	0	6
28	Busco investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	0,917	0,667	0,889	0	6
29	Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais.	1,000	0,778	1,000	2	4
30	Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1,000	0,667	1,000	0	6
31	Busco aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participo, antes de realizar um investimento financeiro.	1,000	0,722	1,000	0	6
35	Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais, pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	1,000	0,944	1,000	0	6
36	Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais investiram.	0,917	0,944	0,833	0	6
37	Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais também experimentassem a mesma perda.	0,917	0,833	0,889	0	6

Nota. AS=aprendizagem social; US=utilidade social. Os itens 8 a 14 foram sugeridos inicialmente para a dimensão aprendizagem social pela abordagem original, enquanto os itens 32 a 34 foram propostos para a aprendizagem social pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais. Os itens 15 a 26 foram sugeridos para a dimensão utilidade social pela abordagem original, enquanto os itens 28 a 31 e 35 a 37 foram propostos para a utilidade social pela abordagem dos influenciadores digitais e das redes sociais. Os itens foram apresentados para os especialistas na mesma ordem em que são expostos neste Apêndice.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

## APÊNDICE C – INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

### Questões filtro:

1. Levando em conta os seguintes produtos financeiros: caderneta de poupança, contas de pagamento remuneradas (NuConta, PicPay, PagBank, iti, etc.), certificado de depósito bancário (CDB), letra de crédito do agronegócio (LCA), letra de crédito imobiliário (LCI), fundos de renda fixa, tesouro direto, debêntures, câmbio, ações, fundos imobiliários (FIIs), 145xchange traded funds (ETFs), opções, mercados futuros, criptomoedas, fundos de investimento (ações, multimercado), imóveis (não considerar imóveis de uso próprio) e veículos (não considerar veículos de uso próprio).

Você investe regularmente em ao menos um dos produtos financeiros mencionados acima?

Sim.

Não. **(Ao marcar essa opção, o questionário é encerrado para o participante)**

2. Idade:

Até 17 anos. **(Ao marcar essa opção, o questionário é encerrado para o participante)**

De 18 a 22 anos.

De 43 a 47 anos.

De 23 a 27 anos.

De 48 a 52 anos.

De 28 a 32 anos.

De 53 a 57 anos.

De 33 a 37 anos.

De 58 a 59 anos.

De 38 a 42 anos.

60 anos ou mais.

### Questionário completo:

*Escala Risk Screening – Propensão ao risco financeiro*

Nas questões a seguir, serão apresentados cinco cenários hipotéticos, nos quais você deverá tomar uma decisão. Leia cada questão com atenção e assinale a probabilidade, de 1 (totalmente improvável) a 7 (totalmente provável), de você tomar a referida decisão.

3. Cenário 1: Imagine que você está participando de um concurso de perguntas e respostas e recebe duas ofertas: aceitar R\$ 50,00 ou fazer uma aposta. Se você escolher a aposta, uma moeda será lançada. Se você prever o lado corretamente, receberá R\$ 100,00, se prever o lado incorretamente, não receberá nada. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

4. Cenário 2: Imagine que você poderia investir em uma empresa respeitada cujo futuro é relativamente seguro. Qual a probabilidade de você investir nesta empresa?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

5. Cenário 3: Imagine que você está trabalhando em uma empresa que abrirá seu capital daqui a três anos. Agora, a empresa lhe oferece ações que você não poderá vender pelos próximos três anos e não receberá dividendos até lá. Existe, no entanto, a possibilidade de as ações valerem dez vezes mais do que valem agora após a oferta pública inicial. Qual a probabilidade de você comprar as ações?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

6. Cenário 4: Imagine que você acabou de apostar com um amigo e perdeu R\$ 20,00. Agora, o amigo lhe oferece outra aposta. Se você prever o resultado de um lançamento de moeda corretamente, receberá R\$ 60,00, mas se prever o lado errado da moeda, perderá outros R\$ 10,00. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

7. Cenário 5: Imagine que você ganhou R\$ 10.000,00 e está considerando investir esse dinheiro. Em certo investimento, há 50% de chance de que, depois de um tempo, você receberá um total de R\$ 50.000,00, e outros 50% de chance de que você receberá apenas um total de R\$ 5.000,00. Qual a probabilidade de você fazer esse investimento?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

Nas questões a seguir, serão apresentadas algumas afirmações. Leia cada afirmação com atenção e assinale o seu **nível de concordância com a afirmação**, que pode variar de 1 (discordo totalmente) a 7 (concordo totalmente).

Legenda: 1 – Discordo totalmente; 2 – Discordo; 3 – Discordo parcialmente; 4 – Indiferente; 5 – Concordo parcialmente; 6 – Concordo; 7 – Concordo totalmente.

*Escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal – Aprendizagem social*

8. Para ter certeza de realizar o investimento certo, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) em quais produtos financeiros investem.	1	2	3	4	5	6	7
9. Se tenho pouca experiência com algum tipo de investimento, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) sobre ele.	1	2	3	4	5	6	7
10. Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro.	1	2	3	4	5	6	7
11. Acho mais confiável buscar dicas de investimento com meus pares (amigos, familiares e colegas) do que com bancos, corretoras ou profissionais da área.	1	2	3	4	5	6	7
12. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de meus pares (amigos, familiares e colegas) do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	1	2	3	4	5	6	7
13. Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também.	1	2	3	4	5	6	7
14. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com meus pares (amigos, familiares e colegas).	1	2	3	4	5	6	7

*Escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal – Utilidade social*

15. Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros.	1	2	3	4	5	6	7
16. Geralmente compro os ativos financeiros que acho que os outros aprovarão.	1	2	3	4	5	6	7
17. Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu.	1	2	3	4	5	6	7

18. Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem.	1	2	3	4	5	6	7
19. Invisto em ativos que os outros investem.	1	2	3	4	5	6	7
20. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	1	2	3	4	5	6	7
21. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores.	1	2	3	4	5	6	7
22. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1	2	3	4	5	6	7
23. Busco aprovação de meus pares (amigos, familiares e colegas), antes de realizar um investimento financeiro.	1	2	3	4	5	6	7
24. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	1	2	3	4	5	6	7
25. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que meus pares (amigos, familiares e colegas) investiram.	1	2	3	4	5	6	7
26. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda.	1	2	3	4	5	6	7

27. Você acompanha influenciadores digitais da área de investimentos financeiros e/ou participa de grupos em redes sociais (Facebook, Reddit, Telegram, Whatsapp, Instagram etc.) que falam sobre investimentos financeiros? ACOMP\_INF

( ) Apenas acompanho influenciadores digitais da área de investimentos financeiros.

**(Pular para questão 32)**

( ) Apenas participo de grupos de investimentos em redes sociais. **(Pular para questão 28)**

( ) Acompanho influenciadores digitais da área de investimentos financeiros e participo de grupos de investimentos em redes sociais. **(Pular para questão 28)**

( ) Não acompanho influenciadores digitais da área de investimentos financeiros nem participo de grupos de investimentos em redes sociais. **(Pular para questão 38)**

Nas questões a seguir, serão apresentadas algumas afirmações. Leia cada afirmação com atenção e assinale o seu **nível de concordância com a afirmação**, que pode variar de 1 (discordo totalmente) a 7 (concordo totalmente).

Legenda: 1 – Discordo totalmente; 2 – Discordo; 3 – Discordo parcialmente; 4 – Indiferente; 5 – Concordo parcialmente; 6 – Concordo; 7 – Concordo totalmente.

*Escala de suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal – Influenciadores digitais e redes sociais*

28. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	1	2	3	4	5	6	7
--	---	---	---	---	---	---	---

29. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais.	1	2	3	4	5	6	7
30. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, pois me preocupo com minha reputação perante eles.	1	2	3	4	5	6	7
31. Busco aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participo, antes de realizar um investimento financeiro.	1	2	3	4	5	6	7
32. Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro.	1	2	3	4	5	6	7
33. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	1	2	3	4	5	6	7
34. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com influenciadores digitais e em redes sociais.	1	2	3	4	5	6	7
35. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais, pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	1	2	3	4	5	6	7
36. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais investiram.	1	2	3	4	5	6	7
37. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais também experimentassem a mesma perda.	1	2	3	4	5	6	7

*Escala Risk Screening – Atitude ao risco financeiro*

38. Lucros elevados são atraentes para mim, embora isso signifique que também devo correr um risco elevado.	1	2	3	4	5	6	7
39. Eu gosto de correr o risco de perder dinheiro quando há a chance de ganhar dinheiro.	1	2	3	4	5	6	7
40. Gostaria de ter a certeza de que meus investimentos manterão seu valor.*	1	2	3	4	5	6	7
41. A estabilidade e a continuidade dos meus investimentos são mais importantes para mim do que a chance de lucros rápidos.*	1	2	3	4	5	6	7
42. Quando eu invisto, a segurança do meu investimento é mais importante para mim do que lucros elevados.*	1	2	3	4	5	6	7

\* Questões invertidas.

*Escala Risk Screening – Conhecimento sobre risco financeiro*

43. É um prazer para mim manter-me informado sobre o mercado de capitais e aplicar as informações obtidas em meus investimentos financeiros.	1	2	3	4	5	6	7
44. Já adquiri experiência no mercado financeiro.	1	2	3	4	5	6	7

45. Estou familiarizado com a maioria dos produtos financeiros (por exemplo, títulos, ações, fundos de investimento etc.).	1	2	3	4	5	6	7
46. Entendo facilmente como transações financeiras são processadas.	1	2	3	4	5	6	7
47. Estou bem ciente sobre questões de dinheiro.	1	2	3	4	5	6	7

#### *Escala Risk Screening – Capacidade de risco financeiro*

48. O risco de perder uma parte das minhas economias me deixa muito estressado.*	1	2	3	4	5	6	7
49. Mesmo com os valores dos meus investimentos em forte queda, mantenho a calma.	1	2	3	4	5	6	7
50. Se meus investimentos perdem valor, me sinto desconfortável rapidamente.*	1	2	3	4	5	6	7
51. Posso viver muito tempo com meus ativos como último recurso sem ter que acessar nenhum dos meus investimentos.	1	2	3	4	5	6	7
52. Posso esperar vários anos para que meus investimentos se recuperem dos efeitos de uma situação econômica ruim.	1	2	3	4	5	6	7

\* Questões invertidas.

#### *Efeito Disposição – Escala*

53. Não tenho respostas rápidas para boas ou más notícias e costumo vender ativos lucrativos cedo demais e vender ativos perdedores tarde demais.	1	2	3	4	5	6	7
54. Geralmente, eu sou relutante em realizar perdas.	1	2	3	4	5	6	7
55. Vendo ativos lucrativos porque tenho medo de que o preço dos ativos caia novamente.	1	2	3	4	5	6	7

#### *Efeito Disposição – Cenários*

Nas questões a seguir, serão apresentados três cenários hipotéticos, nos quais você deverá tomar a decisão de vender um investimento. Leia cada questão com atenção e assinale a probabilidade, de 1 (totalmente improvável) a 7 (totalmente provável), de você tomar a referida decisão.

56. Cenário 1: Suponha que você tenha um único investimento A. Nos últimos 12 meses, o investimento perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

57. Cenário 2: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, os investimentos B e C aumentaram de valor, enquanto o investimento A perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

58. Cenário 3: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, todos os três investimentos perderam valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?

Totalmente improvável (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) Totalmente provável

59. Qual dos seguintes perfis de investidor mais se aproxima de seu perfil?

Conservador: Para este perfil, a segurança do patrimônio é uma prioridade, por isso, ao diversificar a sua carteira, este investidor prefere se concentrar em ativos de menor risco.

Moderado: Este é um perfil que busca equilíbrio nas suas aplicações, com disposição para se expor a um pouco mais de risco, mas sem comprometer a liquidez de seus investimentos.

Arrojado: O perfil arrojado entende que perdas a curto prazo são momentâneas. Embora não abra mão da segurança, ele costuma focar em oportunidades de maiores ganhos no longo prazo.

Agressivo: Este perfil está preparado para lidar com oscilações do mercado e disposto a dedicar boa parte dos seus recursos em oportunidades de ganhos mais elevadas.

60. Em uma escala de 0 a 10, quão experiente você se considera quando o assunto é investimento financeiro?

Nada experiente (0) (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) (8) (9) (10) Totalmente experiente

61. Atualmente, quais dos investimentos a seguir fazem parte de sua carteira de investimentos? (*É permitido marcar mais de uma alternativa*).

1( ) Caderneta de poupança.

2( ) Contas de pagamento remuneradas (NuConta, PicPay, PagBank, iti, etc.).

3( ) Certificado de Depósito Bancário (CDB).

4( ) Letra de Crédito do Agronegócio (LCA).

5( ) Letra de Crédito Imobiliário (LCI).

6( ) Fundos de Renda Fixa.

7( ) Tesouro Direto.

8( ) Debêntures.

9( ) Câmbio.

10( ) Ações.

11( ) Fundos Imobiliários (FIIs).

12( ) Exchange Traded Funds (ETFs).

13( ) Opções.

14( ) Mercados futuros.

15( ) Criptomoedas.

16( ) Fundos de investimento (ações, multimercado).

17( ) Imóveis (não considerar imóveis de uso próprio).

18( ) Veículos (não considerar veículos de uso próprio).

19( ) Outro. Qual? \_\_\_\_\_

62. Sexo: 1( ) Feminino. 2( ) Masculino. 3( ) Prefiro não responder.

63. Qual o seu maior grau de escolaridade concluído?

1( ) Ensino fundamental incompleto.

2( ) Ensino fundamental.

3( ) Ensino médio.

4( ) Ensino técnico.

5( ) Ensino superior.

6( ) Mestrado ou Especialização/MBA.

- 7( ) Doutorado.  
 8( ) Outro. Qual? \_\_\_\_\_

64. Em qual estado você reside atualmente?

- |           |           |
|-----------|-----------|
| 1 ( ) AC  | 15 ( ) PB |
| 2 ( ) AL  | 16 ( ) PR |
| 3 ( ) AP  | 17 ( ) PE |
| 4 ( ) AM  | 18 ( ) PI |
| 5 ( ) BA  | 19 ( ) RJ |
| 6 ( ) CE  | 20 ( ) RN |
| 7 ( ) DF  | 21 ( ) RS |
| 8 ( ) ES  | 22 ( ) RO |
| 9 ( ) GO  | 23 ( ) RR |
| 10 ( ) MA | 24 ( ) SC |
| 11 ( ) MT | 25 ( ) SP |
| 12 ( ) MS | 26 ( ) SE |
| 13 ( ) MG | 27 ( ) TO |
| 14 ( ) PA |           |

65. Qual a sua renda mensal própria bruta (considere todas as fontes como salário, bolsa, mesada, benefício socioeconômico, aposentadoria, pensão, aluguéis, bicos etc.)?

- 10( ) Não possui renda própria.  
 1( ) Até R\$1.212,00.  
 2( ) Entre R\$ 1.212,01 e R\$ 2.424,00.  
 3( ) Entre R\$ 2.424,01 e R\$ 3.636,00.  
 4( ) Entre R\$ 3.636,01 e R\$ 4.848,00.  
 5( ) Entre R\$ 4.848,01 e R\$ 6.060,00.  
 6( ) Entre R\$ 6.060,01 e R\$ 9.696,00.  
 7( ) Entre R\$ 9.696,01 e R\$ 12.120,00.  
 8( ) Entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00  
 9( ) R\$ 24.240,01 ou mais.

66. Qual a sua renda mensal familiar bruta (considere todas as fontes como salário, bolsa, mesada, benefício socioeconômico, aposentadoria, pensão, aluguéis, bicos etc.)?

- 1( ) Até R\$1.212,00.  
 2( ) Entre R\$ 1.212,01 e R\$ 2.424,00.  
 3( ) Entre R\$ 2.424,01 e R\$ 3.636,00.  
 4( ) Entre R\$ 3.636,01 e R\$ 4.848,00.  
 5( ) Entre R\$ 4.848,01 e R\$ 6.060,00.  
 6( ) Entre R\$ 6.060,01 e R\$ 9.696,00.  
 7( ) Entre R\$ 9.696,01 e R\$ 12.120,00.  
 8( ) Entre R\$ 12.120,01 e R\$ 24.240,00  
 9( ) R\$ 24.240,01 ou mais.

67. Atualmente, você possui outras pessoas que dependem da sua renda (cônjuge, filhos, enteados, pais, parentes, amigos etc.)?

- 1( ) Não possui dependentes financeiros.  
 2( ) Uma pessoa.



- 3( ) Duas pessoas.
- 4( ) Três pessoas.
- 5( ) Quatro pessoas.
- 6( ) Cinco pessoas ou mais.

68. Qual a sua ocupação atual?

- 1( ) Assalariado(a) com carteira de trabalho assinada.
- 2( ) Assalariado(a) sem carteira de trabalho.
- 3( ) Funcionário(a) Público(a).
- 4( ) Autônomo(a) regular.
- 5( ) Empresário(a).
- 6( ) Freelancer/Bico/Trabalhador(a) Informal.
- 7( ) Bolsista.
- 8( ) Do lar.
- 9( ) Só aposentado(a).
- 10( ) Só estudante.
- 11( ) Desempregado(a) (à procura de emprego).
- 12( ) Desempregado(a) (não procura emprego).
- 13( ) Outro. Qual? \_\_\_\_\_

## APÊNDICE D – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Você está sendo convidado(a) a participar, de forma voluntária, do estudo intitulado “**Das Finanças Comportamentais às Finanças Sociais: análise da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal e seus efeitos sobre vieses comportamentais**”. A pesquisa integra a tese da doutoranda Vanessa Martins Valcanover, vinculada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), e orientada pelo Prof. Dr. Newton Carneiro Affonso da Costa Junior, com coorientação pela Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Kelmara Mendes Vieira.

O objetivo geral do estudo consiste em desenvolver um modelo capaz de estimar o efeito da suscetibilidade dos investidores à influência interpessoal sobre importantes vieses comportamentais da literatura, o efeito disposição e a tolerância ao risco. Trata-se de um estudo de abordagem quantitativa e objetivo exploratório. Os participantes da pesquisa serão unicamente **indivíduos maiores de 18 anos**. Sua participação nesta pesquisa ocorrerá como respondente de um questionário estruturado, e você levará cerca de **10 a 15 minutos** para completá-lo. Você tem o direito de desistir de participar da pesquisa a qualquer momento, sem nenhuma penalidade. Ainda, o seu acesso aos resultados da pesquisa é garantido. A participação nesta pesquisa não prevê nenhum tipo de pagamento e você não terá nenhum custo relativo aos procedimentos envolvidos, sendo assegurado o direito de indenização diante de eventuais danos decorrentes da pesquisa. Havendo algum eventual gasto comprovadamente decorrente da pesquisa, os pesquisadores se dispõem a ressarcir a importância devida aos participantes da pesquisa.

Alguns possíveis riscos associados à pesquisa são: a) cansaço, aborrecimento e/ou constrangimento durante o preenchimento do questionário; b) medo de não saber responder o questionário; c) alterações de visão de mundo, de relacionamentos e de comportamentos em função de reflexões sobre relacionamentos, questões financeiras, investimentos. Existe, ainda, a possibilidade remota de quebra de sigilo, este de forma involuntária, não intencional. A pesquisadora se compromete a conduzir o estudo de forma clara, objetiva e com respeito à pluralidade dos participantes do estudo, adotando estratégias de acessibilidade a fim de minimizar possíveis desconfortos durante a coleta de dados. Não haverá benefícios diretos aos participantes, mas sim benefícios indiretos gerados

pela produção de conhecimento associada ao desenvolvimento da pesquisa. A pesquisadora responsável será a única pessoa com acesso aos dados coletados através dos questionários.

Ainda, a pesquisadora se compromete a conduzir a pesquisa conforme a Resolução CNS 510/2016, que trata de pesquisas na área de Ciências Humanas e Sociais, e a Lei Geral de Proteção dos Dados (Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018). Você poderá se comunicar com a pesquisadora por meio do e-mail [vanessamvalcanover@gmail.com](mailto:vanessamvalcanover@gmail.com). Você ainda poderá contatar o Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos (CEPSH) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). O CEPSH é um órgão colegiado interdisciplinar, deliberativo, consultivo e educativo, ligado à UFSC, porém independente na tomada de decisões, concebido para assegurar os interesses dos participantes de pesquisas em sua integridade e dignidade e para colaborar com o desenvolvimento de estudos dentro de padrões éticos. O contato com o CEPSH poderá ser realizado pelo telefone (48) 3721-6094, pelo e-mail [cep.propesq@contato.ufsc.br](mailto:cep.propesq@contato.ufsc.br), ou pessoalmente no Prédio Reitoria II, na Rua Desembargador Vitor Lima, nº 222, sala 401, Trindade, Florianópolis/SC, CEP 88040-400.

**Autorização:** Eu, após realizar a leitura deste documento e ter tido a oportunidade de enviar e-mail à pesquisadora responsável, para esclarecer todas as minhas dúvidas, estou suficientemente informado, ficando claro que minha participação é voluntária e que posso retirar este consentimento a qualquer momento sem penalidades ou perda de qualquer benefício. Estou ciente também dos objetivos da pesquisa, dos procedimentos aos quais serei submetido, dos possíveis danos ou riscos deles provenientes e da garantia de confidencialidade. Diante do exposto e de espontânea vontade, minha decisão é:

- Aceito participar da pesquisa.
- Prefiro não participar.

**APÊNDICE E – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO  
SUSCETIBILIDADE DOS INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL PELA  
ABORDAGEM ORIGINAL**

Fator	Itens	Percentuais válidos							
		1	2	3	4	5	6	7	
Escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal <sup>1</sup>	Aprendizagem social	8. Para ter certeza de realizar o investimento certo, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) em quais produtos financeiros investem.	29,54	18,92	12,93	10,23	13,71	9,85	4,83
		9. Se tenho pouca experiência com algum tipo de investimento, muitas vezes pergunto aos meus pares (amigos, familiares e colegas) sobre ele.	25,87	16,02	11,39	7,72	14,09	15,44	9,46
		10. Costumo buscar dicas de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) antes de negociar um ativo financeiro.	31,85	19,31	11,39	9,85	10,62	9,65	7,34
		11. Acho mais confiável buscar dicas de investimento com meus pares (amigos, familiares e colegas) do que com bancos, corretoras ou profissionais da área.	37,26	17,76	12,74	15,06	7,72	4,83	4,63
		12. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de meus pares (amigos, familiares e colegas) do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	47,30	25,29	9,27	9,85	4,44	2,70	1,16
		13. Ver meus pares (amigos, familiares e colegas) ingressando no mercado de investimentos me estimula a ingressar também.	17,18	11,00	7,72	16,41	16,99	16,99	13,71
		14. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com meus pares (amigos, familiares e colegas).	46,33	23,36	10,62	5,41	6,95	4,44	2,90
		15. Gosto de saber quais decisões de investimento causam boas impressões nos outros.	52,12	13,51	5,98	12,16	6,56	4,63	5,02
	Utilidade social	16. Geralmente compro os ativos financeiros que acho que os outros aprovarão.	61,78	17,57	9,07	6,95	1,93	2,32	0,39
		17. Muitas vezes me identifico com outras pessoas que negociam os mesmos ativos financeiros que eu.	27,41	11,97	10,04	17,18	16,80	11,39	5,21
		18. Alcanço um sentimento de pertencimento comprando ou vendendo os mesmos ativos que outros compram ou vendem.	50,00	18,34	7,72	11,39	6,37	3,86	2,32
		19. Invisto em ativos que os outros investem.	32,82	16,02	15,83	17,18	10,62	5,02	2,51
		20. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), a fim de acompanharmos a evolução e discutirmos juntos os retornos alcançados.	47,30	21,62	9,65	11,39	5,79	3,47	0,77
		21. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com meus pares (amigos, familiares e colegas) que também são investidores.	15,64	8,30	7,34	13,71	16,80	20,66	17,57
		22. Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois me preocupo com minha reputação perante eles.	64,48	18,73	6,56	5,21	2,90	1,35	0,77
		23. Busco aprovação de meus pares (amigos, familiares e colegas), antes de realizar um investimento financeiro.	62,36	19,11	6,18	4,83	4,83	1,74	0,97
		24. Procuro investir nos mesmos ativos financeiros que meus pares (amigos, familiares e colegas), pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	55,60	19,69	7,14	7,53	6,37	2,12	1,54
		25. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que meus pares (amigos, familiares e colegas) investiram.	37,45	19,31	12,36	14,48	10,23	4,44	1,74
	26. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se meus pares (amigos, familiares e colegas) experimentassem a mesma perda.	51,54	12,93	9,27	8,49	7,92	6,76	3,09	

<sup>1</sup>Legenda: 1) Discordo totalmente; 2) Discordo; 3) Discordo parcialmente; 4) Indiferente; 5) Concordo parcialmente; 6) Concordo; 7) Concordo totalmente. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

**APÊNDICE F – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO  
SUSCETIBILIDADE DOS INVESTIDORES À INFLUÊNCIA INTERPESSOAL PELA  
ABORDAGEM DE INFLUENCIADORES DIGITAIS E REDES SOCIAIS**

Fator	Itens	Percentuais válidos							Respostas válidas	
		1	2	3	4	5	6	7		
Escala de Suscetibilidade dos Investidores à Influência Interpessoal – Influenciadores digitais e redes sociais <sup>1</sup>	Aprendizagem social	32. Costumo buscar dicas de investimentos com influenciadores digitais e em redes sociais antes de negociar um ativo financeiro.	16,81	10,32	11,21	10,32	24,48	17,70	9,14	339
		33. Antes de tomar uma decisão de investimento, prefiro seguir dicas de investimento de influenciadores digitais e em redes sociais do que realizar análises dos retornos históricos dos ativos financeiros.	33,04	23,30	12,98	10,62	11,80	5,90	2,36	339
		34. Grande parte do que sei sobre investimentos, aprendi com influenciadores digitais e em redes sociais.	18,88	16,22	9,14	9,73	17,11	12,68	16,22	339
	Utilidade social	28. Busco investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, a fim de acompanharmos a evolução e discutimos juntos os retornos alcançados.	29,19	15,53	14,91	14,91	15,53	6,83	3,11	161
		29. Gosto de conversar sobre os altos e baixos do mercado de investimentos com outros investidores nas redes sociais.	19,25	13,04	7,45	11,18	18,63	18,01	12,42	161
		30. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que outros investidores nas redes sociais das quais participo, pois me preocupo com minha reputação perante eles.	59,01	16,77	7,45	9,32	3,11	3,11	1,24	161
		31. Busco aprovação de outros investidores nas redes sociais das quais participo, antes de realizar um investimento financeiro.	59,63	18,01	6,21	8,07	2,48	4,35	1,24	161
		35. Procuo investir nos mesmos ativos financeiros que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais, pois desejo alcançar o mesmo nível de rentabilidade que eles.	36,58	19,17	10,91	14,75	9,73	6,49	2,36	339
		36. Eu teria receio de perder uma oportunidade de investimento que promete bons níveis de retorno, sabendo que influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais investiram.	42,48	19,47	9,14	12,39	9,44	5,60	1,47	339
		37. Minha decepção depois de perder dinheiro em um investimento diminuiria se influenciadores digitais e outros investidores nas redes sociais também experimentassem a mesma perda.	46,61	18,58	8,26	8,26	10,62	5,31	2,36	339

<sup>1</sup>Legenda: 1) Discordo totalmente; 2) Discordo; 3) Discordo parcialmente; 4) Indiferente; 5) Concordo parcialmente; 6) Concordo; 7) Concordo totalmente. Obs.: 339 respostas válidas (65,4%) e 179 omissos (34,6%); 161 respostas válidas (31,1%) e 357 omissos (68,9%).

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

## APÊNDICE G – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO TOLERÂNCIA AO RISCO FINANCEIRO

Fator	Itens	Percentuais válidos							
		1	2	3	4	5	6	7	
Tolerância ao risco financeiro	Propensão ao risco financeiro <sup>1</sup>	3. Cenário 1: Imagine que você está participando de um concurso de perguntas e respostas e recebe duas ofertas: aceitar R\$ 50,00 ou fazer uma aposta. Se você escolher a aposta, uma moeda será lançada. Se você prever o lado corretamente, receberá R\$ 100,00, se prever o lado incorretamente, não receberá nada. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?	27,03	14,67	9,85	7,72	11,97	9,85	18,92
		4. Cenário 2: Imagine que você poderia investir em uma empresa respeitada cujo futuro é relativamente seguro. Qual a probabilidade de você investir nesta empresa?	0,97	1,16	2,90	6,37	17,37	40,15	31,08
		5. Cenário 3: Imagine que você está trabalhando em uma empresa que abrirá seu capital daqui a três anos. Agora, a empresa lhe oferece ações que você não poderá vender pelos próximos três anos e não receberá dividendos até lá. Existe, no entanto, a possibilidade de as ações valerem dez vezes mais do que valem agora após a oferta pública inicial. Qual a probabilidade de você comprar as ações?	4,44	6,95	6,76	9,07	20,27	27,61	24,90
		6. Cenário 4: Imagine que você acabou de apostar com um amigo e perdeu R\$ 20,00. Agora, o amigo lhe oferece outra aposta. Se você prever o resultado de um lançamento de moeda corretamente, receberá R\$ 60,00, mas se prever o lado errado da moeda, perderá outros R\$ 10,00. Qual a probabilidade de você aceitar a aposta?	22,39	14,48	8,30	5,60	18,15	11,78	19,31
		7. Cenário 5: Imagine que você ganhou R\$ 10.000,00 e está considerando investir esse dinheiro. Em certo investimento, há 50% de chance de que, depois de um tempo, você receberá um total de R\$ 50.000,00, e outros 50% de chance de que você receberá apenas um total de R\$ 5.000,00. Qual a probabilidade de você fazer esse investimento?	11,78	15,25	8,11	10,23	17,57	19,50	17,57
	Atitude ao risco financeiro <sup>2</sup>	38. Lucros elevados são atraentes para mim, embora isso signifique que também devo correr um risco alto.	9,46	10,81	9,07	10,62	24,52	19,69	15,83
		39. Eu gosto de correr o risco de perder dinheiro quando há a chance de ganhar dinheiro.	20,46	19,69	14,67	14,09	16,99	8,30	5,79
		40. Gostaria de ter a certeza de que meus investimentos manterão seu valor.	1,54	3,67	6,56	9,27	15,44	23,75	39,77
		41. A estabilidade e a continuidade dos meus investimentos são mais importantes para mim do que a chance de lucros rápidos.	0,58	1,74	3,86	10,04	16,41	25,87	41,51
		42. Quando eu invisto, a segurança do meu investimento é mais importante para mim do que lucros elevados.	0,97	3,86	8,88	9,85	21,24	25,48	29,73
	Conhecimento sobre risco financeiro <sup>2</sup>	43. É um prazer para mim me manter informado sobre o mercado de capitais e aplicar as informações obtidas em meus investimentos financeiros.	4,44	5,79	6,18	10,81	15,06	22,78	34,94
		44. Já adquiri experiência no mercado financeiro.	5,41	9,07	9,65	11,58	26,25	16,22	21,81
		45. Estou familiarizado com a maioria dos produtos financeiros (por exemplo, títulos, ações, fundos de investimento etc.).	3,86	7,14	9,65	6,76	22,20	20,66	29,73
		46. Entendo facilmente como transações financeiras são processadas.	4,25	8,11	11,58	8,69	23,75	18,34	25,29
		47. Estou bem ciente sobre questões de dinheiro.	1,35	3,28	5,02	5,79	22,78	27,22	34,56
Capacidade de risco financeiro <sup>2</sup>	48. O risco de perder uma parte das minhas economias me deixa muito estressado.	7,34	12,55	15,64	11,78	19,88	16,22	16,60	
	49. Mesmo com os valores dos meus investimentos em forte queda, mantenho a calma.	6,95	7,14	13,51	9,65	23,36	22,01	17,37	
	50. Se meus investimentos perdem valor, me sinto desconfortável rapidamente.	12,55	17,95	16,22	16,02	19,11	8,49	9,65	
	51. Posso viver muito tempo com meus ativos como último recurso sem ter que acessar nenhum dos meus investimentos.	8,88	10,04	11,20	14,09	20,66	17,18	17,95	
	52. Posso esperar vários anos para que meus investimentos se recuperem dos efeitos de uma situação econômica ruim.	8,88	8,69	13,51	9,65	18,34	21,04	19,88	

<sup>1</sup>Legenda: 1) Totalmente improvável; 2) Improvável; 3) Parcialmente improvável; 4) Indiferente; 5) Parcialmente provável; 6) Provável; 7) Totalmente provável; <sup>2</sup>Legenda: 1) Discordo totalmente; 2) Discordo; 3) Discordo parcialmente; 4) Indiferente; 5) Concordo parcialmente; 6) Concordo; 7) Concordo totalmente. Fonte: Dados da pesquisa (2023).

**APÊNDICE H – PERCENTUAIS VÁLIDOS PARA O CONSTRUTO EFEITO  
DISPOSIÇÃO**

Fator	Itens	Percentuais válidos							
		1	2	3	4	5	6	7	
Efeito disposição	Escala <sup>1</sup> (BAKER et al., 2019)	53. Não tenho respostas rápidas para boas ou más notícias e costumo vender ativos lucrativos cedo demais e vender ativos perdedores tarde demais.	26,83	19,88	13,71	21,04	11,97	3,67	2,90
		54. Geralmente, eu sou relutante em realizar perdas.	7,53	7,92	8,88	17,57	25,87	19,69	12,55
		55. Vendo ativos lucrativos porque tenho medo de que o preço dos ativos caia novamente.	22,97	18,34	18,73	15,64	14,29	7,14	2,90
	Cenários hipotéticos <sup>2</sup> (JONSSON et al., 2017)	56. Cenário 1: Suponha que você tenha um único investimento A. Nos últimos 12 meses, o investimento perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	15,25	17,18	20,66	16,80	15,25	8,69	6,18
		57. Cenário 2: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, os investimentos B e C aumentaram de valor, enquanto o investimento A perdeu valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	16,22	17,57	16,22	14,67	15,83	11,58	7,92
		58. Cenário 3: Suponha que você tenha investido quantias iguais nos investimentos A, B e C. Nos últimos 12 meses, todos os três investimentos perderam valor. Qual a probabilidade de você vender o investimento A?	15,25	20,46	16,41	19,69	12,16	8,69	7,34

<sup>1</sup>Legenda: 1) Discordo totalmente; 2) Discordo; 3) Discordo parcialmente; 4) Indiferente; 5) Concordo parcialmente; 6) Concordo; 7) Concordo totalmente. <sup>2</sup>Legenda: 1) Totalmente improvável; 2) Improvável; 3) Parcialmente improvável; 4) Indiferente; 5) Parcialmente provável; 6) Provável; 7) Totalmente provável; Fonte: Dados da pesquisa (2023).