

UNIVERSIDADE DE COIMBRA

FACULDADE DE ECONOMIA



***A INFLUÊNCIA DAS VARIÁVEIS PESSOAIS NA
DECISÃO DE ALOCAÇÃO DE ACTIVOS***

SÍLVIA CRISTINA FERNANDES RODRIGUES

MESTRADO EM ECONOMIA

ESPECIALIZAÇÃO EM ECONOMIA FINANCEIRA

COIMBRA

2009

UNIVERSIDADE DE COIMBRA

FACULDADE DE ECONOMIA



***A INFLUÊNCIA DAS VARIÁVEIS PESSOAIS NA
DECISÃO DE ALOCAÇÃO DE ACTIVOS***

SÍLVIA CRISTINA FERNANDES RODRIGUES

Orientadores: Professor Doutor Filipe Coelho

Professor Doutor Paulo Gama

MESTRADO EM ECONOMIA

ESPECIALIZAÇÃO EM ECONOMIA FINANCEIRA

COIMBRA

2009

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta dissertação contou com a colaboração de pessoas e instituições que gostaria de salientar e agradecer.

Assim, começo por agradecer aos meus orientadores, Doutor Filipe Coelho e Doutor Paulo Gama, pelos conhecimentos transmitidos e apoio concedido em todas as fases de execução deste estudo.

Agradeço aos coordenadores do Mestrado em Economia da FEUC, Doutor Paulino Teixeira e Doutor Pedro Bação, por tornarem possível a frequência deste Mestrado.

Agradeço também a todos os estudantes da FEUC que se disponibilizaram para responderem ao inquérito.

Agradeço à Fundação SYLFF pelo financiamento da bolsa concedida.

Finalmente, agradeço, de forma especial, o meu marido, que me deu a motivação e a força para concluir esta pesquisa, e os meus pais e irmão, por terem acreditado e apoiado todas as minhas actividades académicas.

A todos o meu muito obrigado.

RESUMO

A alocação de activos diz respeito à forma como o investidor distribui a sua carteira pelas principais classes de activos financeiros. Bodie et al. (2000) refere que a alocação de activos é considerada a parte mais importante na construção de carteiras de investimento. O principal objectivo deste estudo consiste em identificar os factores que levam o investidor individual a incluir na sua carteira de investimento uma classe de activos de risco: acções. Tendo em conta um conjunto de características do investidor, o estudo evidencia as diferenças entre os detentores de acções e os não detentores de acções. É de realçar que o estudo tem a particularidade de procurar explorar uma área ainda pouco investigada na literatura existente, que se relaciona com a influência dos valores pessoais na decisão de investimento em activos com risco.

Efectuada a revisão da literatura sobre a alocação de activos e os valores pessoais, foi desenvolvido o modelo conceptual explicativo da intenção de deter acções, do qual se derivaram as hipóteses de investigação. Postulou-se, assim, que o investimento realizado pelos investidores individuais em acções está associado às seguintes variáveis, subdivididas em três categorias: características socio-demográficas – (1) género, (2) idade, (3) rendimento, (4) estado civil, (5) actividade profissional; valores pessoais – (6) conservação, (7) abertura à mudança, (8) autopromoção; percepções de ordem financeira – (9) conhecimentos financeiros, (10) satisfação com a situação financeira actual, (11) optimismo financeiro; (12) tolerância ao risco financeiro.

A amostra consiste em 137 questionários, preenchidos por estudantes de cursos de pós-graduação de uma instituição de ensino superior, durante o ano de 2008. Para testar as hipóteses realizámos um conjunto de testes estatísticos, entre os quais o teste qui-quadrado, a análise da variância (ANOVA) e a regressão logística multivariada, usando para o efeito o SPSS como ferramenta estatística. Pela análise bivariada conseguiu-se obter evidência estatística que permitiu confirmar as hipóteses inerentes a todas as variáveis, com excepção da idade. A utilização da regressão logística forneceu evidência suplementar no sentido de se poder considerar as variáveis (1), (4), (6), (9) e (12), como sendo elementos determinantes da detenção de acções.

ABSTRACT

This paper examines individuals' asset allocation decisions, which refers to the process of dividing investments among different classes of financial assets. Bodie et al. (2000) note that the asset allocation decision is the most important part of the portfolio construction process. The main objective of this study is to investigate factors associated to portfolio composition, particularly the ownership of a specific class of risky assets: stocks. Taking into account individuals' characteristics, this study determines differences between owners and non owners of stocks. This research has the originality of exploring a topic that has been overlooked in extant literature, and that involves an examination of how personal values influence the investment decision in risky assets.

Upon a revision of the literature, we developed a conceptual model that explains stock ownership. More specifically, we investigate whether individuals' investment in stocks varies across three categories of individuals' characteristics: socio-demographic characteristics – (1) gender, (2) age, (3) income, (4) marital status, (5) working status; personal values - (6) conservation, (7) openness to change, (8) self enhancement; financial perceptions – (9) financial knowledge, (10) financial satisfaction, (11) financial optimism, (12) financial risk tolerance.

The data was obtained from 137 questionnaires, filled by post-graduated students from one Portuguese Higher Educational Institution, in the year of 2008. To test the hypothesis, we resorted to a set of statistical tests using SPSS: bivariate analysis was carried out Pearson's chi-square test and the analysis of variance, which was followed by the estimation of a multivariate logistic equation. Based on the bivariate analysis, we obtained statistical evidence that supports all our hypotheses, except that regarding age. The logistic regression supplied further evidence that the variables (1), (4), (6), (9) e (12) are significantly related to the individuals' probability of stock ownership.

INDICE GERAL

Agradecimentos	1
Resumo	2
Abstract	3
Índice Geral	4
Índice de Figuras	6
Índice de Tabelas	7

Capítulo 1 – Introdução

1.1. Contexto da Investigação.....	8
1.2. Objectivo da Investigação.....	10
1.3. Estrutura da Investigação.....	11

Capítulo 2 – Revisão Bibliográfica

2.1. Introdução.....	12
2.2. A importância da estratégia de alocação de activos.....	12
2.3. A alocação óptima de activos.....	17
2.4. A influência das variáveis demográficas e socioeconómicas.....	22
2.5. Valores Pessoais.....	27
2.5.1. O conceito de Valores Pessoais.....	27
2.5.2. Valores e comportamento.....	29
2.5.3. Teoria Universal de Schwartz.....	31
2.5.4. Valores Pessoais e Alocação de Activos.....	39
2.6. Conclusão.....	40

Capítulo 3 – Quadro Conceptual de Investigação

3.1. Introdução.....	41
3.2. Objectivo e Hipóteses de Estudo.....	41
3.3. Instrumentos.....	50
3.4. Recolha de dados e caracterização da amostra.....	56
3.5. Constituição final das variáveis.....	59
3.6. Conclusão.....	62

Capítulo 4 – Resultados e Discussão

4.1. Introdução.....	63
4.2. Análise Bivariada.....	63
4.3. Análise Multivariada.....	70
4.4. Discussão dos resultados.....	73
4.5. Conclusão	78

Capítulo 5 – Conclusão

5.1. Introdução.....	80
5.2. Contribuições do trabalho.....	80
5.3. Limitações e sugestões para futuras pesquisas	82

Bibliografia.....	84
--------------------------	-----------

Anexos.....	95
--------------------	-----------

Anexo 1: Carta de Apresentação

Anexo 2: Questionário

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Determinantes da alocação de activos.....	13
Figura 2: Determinantes do desempenho do investimento.....	16
Figura 3: Fronteira de eficiência.....	18
Figura 4: Fronteira de eficiência e activo sem risco.....	19
Figura 5: Carteiras diferentes para investidores diferentes.....	20
Figura 6: Estrutura circular dos valores humanos como tipos motivacionais e as dimensões bipolares de Schwartz.....	37
Figura 7: Modelo conceptual de análise.....	43

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Domínios de valores e meta motivacional.....	35
Tabela 2: Os 57 itens do SVS.....	54
Tabela 3: Resumo dos dados socioeconómicos e demográficos.....	58
Tabela 4: Distribuição dos dados por tipo de investimento.....	59
Tabela 5: Constituição final das variáveis.....	60
Tabela 6: Tabela de contingência: posse de acções vs género.....	64
Tabela 7: Tabela de contingência: posse de acções vs nível de rendimento.....	65
Tabela 8: Tabela de contingência: posse de acções vs estado civil.....	66
Tabela 9: Tabela de contingência: posse de acções vs actividade profissional.....	67
Tabela 10: Tabela de contingência: posse de acções vs tolerância ao risco financeiro.....	68
Tabela 11: Análise de variância.....	68
Tabela 12: Resultados da estimação.....	71
Tabela 13: Sumário do teste de hipóteses.....	74

Capítulo 1 – Introdução

1.1. Contexto da investigação

Todo o agente económico que dispõe de riqueza ou rendimento, vê-se tradicionalmente colocado perante a seguinte alternativa: consumir ou investir. A questão fundamental, para ele, é a de saber como é que vai utilizar a sua riqueza actual, isto é, quanto é que vai consumir imediatamente e quanto é que vai investir em actividades consideradas produtivas ou rentáveis, de forma a aumentar o seu consumo e/ou a sua riqueza futura (Quintart e Zisswiller, 1994). Portanto, o investimento é a aplicação de algum tipo de recurso (dinheiro ou títulos) com a expectativa de receber algum retorno futuro superior ao aplicado, compensando inclusivamente a perda de uso desse recurso durante o período de aplicação.

Ao longo do estudo vamos concentrar-nos no investimento em activos financeiros por parte do investidor individual, nomeadamente na análise da sua decisão sobre como repartir o seu investimento por grandes classes de activos, decisão que se designa de alocação de activos. A carteira do investidor é de uma forma simples, a sua colecção de activos financeiros. O processo de determinar o conjunto de activos a adquirir para incluir na sua carteira é uma decisão pessoal. Com efeito, qualquer estratégia coerente de alocação de activos deve obedecer à definição prévia de três parâmetros fundamentais: o objectivo de investimento, o horizonte temporal desse investimento e o risco que se está disposto a incorrer (Frush, 2007; Faerber, 2007). Dos três parâmetros, a tolerância ao risco é o parâmetro mais importante na construção da carteira de investimento (Frush, 2007; Trone e al., 1996).

A alocação de activos é uma construção fundamental nos modelos financeiros e económicos (Ackert, Bryan e Basil, 2002). Como tal, os investigadores têm demonstrado interesse em perceber a forma como os investidores individuais alocam os activos financeiros nas suas carteiras de investimento, dado que a evidência empírica sugere que a definição da alocação de activos é a decisão que, em relação a qualquer outra, terá mais impacto nos retornos do seu investimento (Bodie, Kane e Marcus, 2000; Brinson, Hood e Beebower, 1995). Esta premissa tem como base alguns estudos que procuraram mensurar a relação entre alocação de activos e a rentabilidade de carteiras de investimento. Com

efeito, os estudos de Brinson (1986; 1991) e Ibbotson e Kaplan (2000) evidenciaram que o retorno de uma carteira é fortemente influenciado pela alocação entre as classes de activos (alocação estratégica de activos). Consequentemente, estes autores concluíram que a alocação estratégica de activos pode ser considerada mais importante que a alocação tática de activos (*market timing* e selecção de activos).

O grande interesse pelo estudo do papel da alocação de activos, pode ser atribuída a Teoria da Carteira, que se iniciou com os trabalhos de Harry Markowitz (1952; 1959). O Modelo média-variância de Markowitz providenciou a primeira, e ainda actual, abordagem quantitativa da estratégia de alocação de activos. A escolha óptima tem lugar na fronteira eficiente, onde para cada nível de risco é possível encontrar a carteira com a maior rendibilidade esperada (e vice-versa). Tobin (1958) apresentou uma contribuição essencial à Teoria da Carteira, ao propor a existência de um activo sem risco a ser incluído na formação de carteiras eficientes de investimento. Assim, o investidor enfrenta um dilema aquando da escolha das classes de activos financeiros a incluir na sua carteira, já que tem de decidir se investe ou não em activos com risco (Wang, 2008).

Assim, o nosso estudo centra-se no estudo de um dos campos mais importantes de Finanças, o processo de alocação de investimentos. Este processo, normalmente, é diferente quando se refere a empresas ou indivíduos. De acordo com Bayston e Droms (2000, p.1), “as características, circunstâncias e oportunidades que o investidor pessoa física enfrenta são mais variadas e complexas do que para qualquer outra classe de investidor”. Estes autores referem que os investimentos realizados pelos indivíduos constituem um processo intrigante, uma vez que cada indivíduo é diferente e, além disso, as características psicológicas têm um papel fundamental na gestão dos seus investimentos.

A importância do estudo pode justificar-se pelo facto de permitir a determinação da existência de comportamentos padronizáveis na definição da composição da carteira, tendo em conta características específicas do investidor individual, o que pode ser bastante útil, nomeadamente, para os gestores de investimentos de instituições financeiras não só para o auxílio de uma análise preliminar de carteiras individuais, como também para direccionar correctamente campanhas publicitárias e ofertas de produtos financeiros, permitindo poupar esforços e recursos para divulgação e alocação de activos.

1.2. Objectivo da Investigação

O objectivo deste estudo centra-se na análise do impacto das características pessoais do investidor individual na composição da sua carteira de investimento, particularmente na posse de activos com risco. Especificamente, com este estudo pretende-se compreender de que forma o investimento em acções depende de um conjunto características específicas, onde se incluem variáveis demográficas e socioeconómicas, percepções de ordem financeira e os valores pessoais.

Os factores demográficos e socioeconómicos foram extensamente abordados em estudos anteriores. Com efeito, dado que o presente trabalho está relacionado com a decisão do investidor em escolher activos com risco ou sem risco, considera-se também útil a presença de tais variáveis para tentar explicar quais delas poderão a influenciar a sua tomada de decisão.

A partir do artigo seminal de Clark (1918), tem sido reconhecida a importância da psicologia individual na determinação do comportamento económico. É de realçar que o investimento em activos financeiros também é influenciado pela orientação psicológica de cada indivíduo, nomeadamente pela personalidade do indivíduo (Ackert et al., 2002).

Os valores pessoais são objectivos transituacionais desejáveis que guiam a forma como os indivíduos escolhem as suas acções, avaliam as pessoas e justificam as acções e avaliações (Schwartz, 1992; 1999). Neste trabalho, será focado também o estudo dos valores pessoais, porque constituem um dos aspectos fundamentais da psicologia do indivíduo, contribuindo para explicar o seu comportamento (Schwartz, 2005). Com efeito, alguns autores (Doyle, 1999 e Waddell, 1987, citados por Youg e O' Neil, 1992) argumentam que a tolerância ao risco, factor determinante na definição da alocação de activos financeiros, é resultado dos seus valores pessoais. Este trabalho tem assim um carácter inovador, porque nunca foi explorado na literatura existente, o efeito dos valores pessoais na decisão de alocação de activos. Por conseguinte, o estudo vai ser relevante, porque vai permitir analisar o impacto de novos factores psicológicos, representados pelos valores pessoais, na decisão de investimento.

Como tal, iremos definir e testar, a partir de uma amostra de investidores particulares, obtida junto de uma instituição do ensino superior, hipóteses que estabelecem uma relação entre as variáveis pessoais e a decisão de investir ou não investir em acções.

1.3. Estrutura da Investigação

O trabalho está organizado em cinco capítulos.

No capítulo 1 destaca-se a importância do tema em discussão.

No capítulo 2 é realizada a revisão bibliográfica que se divide em duas secções. Na primeira será apresentado: o conceito de alocação de activos e sua importância no sucesso da estratégia de investimento e uma breve revisão da literatura sobre a Teoria da Carteira. Além disso, também serão apresentados os principais resultados de estudos prévios sobre a influência das variáveis demográficas e socioeconómicas na decisão de alocação de activos. Na segunda secção será apresentada a temática dos valores pessoais, pois procura-se investigar o efeito destas variáveis na composição da carteira de activos financeiros do investidor individual, matéria que ainda não foi explorada na literatura existente.

No Capítulo 3 é apresentado o quadro conceptual de investigação que está na origem do estudo empírico, onde se apresentará os objectivos e hipóteses de investigação e a metodologia utilizada no estudo empírico, designadamente instrumentos, modo de recolha de dados, características da amostra e purificação das medidas do questionário.

No Capítulo 4 é feita a análise estatística e discussão dos resultados obtidos a partir da análise dos dados recolhidos no estudo empírico.

Por fim, no Capítulo 5 serão evidenciadas as contribuições e limitações do presente trabalho, sendo feitas algumas sugestões para futuros trabalhos nesta área.

Capítulo 2 – Revisão Bibliográfica

2.1. Introdução

No presente capítulo é apresentado o referencial teórico, que se encontra dividido em duas fases. Numa primeira fase expõe-se a importância da estratégia de alocação de activos, clarificando-se o seu conceito, determinantes e relevância no contexto do desempenho dos investimentos. De seguida, apresenta-se a teoria da alocação óptima de activos - Teoria da Carteira - e explica-se como os diferentes tipos de investidores alocam o seu património entre as principais categorias de activos. Por fim, serão realçados diversos estudos que permitem explicar a alocação de activos do investidor individual, tendo por base as suas características demográficas e socioeconómicas.

Posteriormente, numa segunda fase, estudam-se os valores pessoais e a importância que possuem na explicação dos comportamentos dos indivíduos. Faremos, também, uma síntese dos pressupostos da Teoria Universal de Schwartz, uma vez que esta servirá de instrumento para o quadro da investigação realizada.

2.2. A importância da estratégia de alocação de activos

A alocação de activos ocupa um papel fundamental no processo de construção de uma carteira (Harlow e Brown, 1990). A alocação de activos é a determinação da proporção de uma carteira a investir nas várias categorias de activos financeiros.

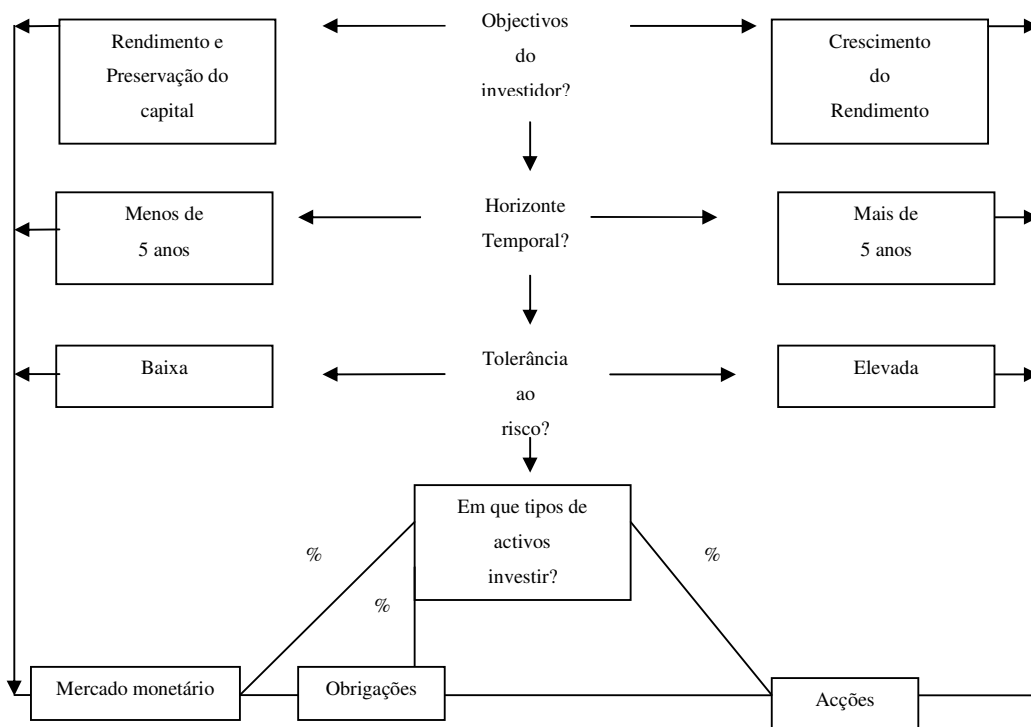
De um modo geral, designamos por activos financeiros qualquer direito monetário detido por uma entidade sobre outra. Temos, como exemplo, a *moeda*, os *depósitos de poupança* e os títulos emitidos pelo Estado ou por empresas (tais como *bilhetes do Tesouro* e *obrigações, acções de empresas, fundos de investimento*)¹. Para além destes

¹ Os *depósitos de poupança* referem-se, usualmente, a depósitos bancários e as suas taxas de juro são determinadas pelas taxas de juro de curto prazo do mercado. Os títulos emitidos pelo Estado ou por empresas são formas de empréstimo, por parte de particulares, a essas entidades. O pagamento da quantia subscrita e feito no final do contrato e, durante o período a que dizem respeito, os títulos pagam, periodicamente, os juros contratualizados. Enquanto os *bilhetes do Tesouro* contemplam usualmente prazos curtos, até um ano, as *obrigações* dizem normalmente respeito a períodos mais alargados. As *acções*, sendo direitos monetários sobre as empresas, permitem que os seus titulares recebam uma parte

produtos, existem ainda outros mais complexos como sejam os contratos de derivados financeiros, sendo os mais conhecidos os *contratos forward*, os *contratos de futuros* e os *contratos de opções* (IC, 1998).

A alocação de activos baseia-se num conjunto de factores, tais como posição financeira actual, objectivos do investimento, horizonte temporal e o perfil de risco do investidor. Com efeito, o processo de determinar as classes de activos a incluir na carteira é uma decisão pessoal, baseada no perfil do investidor. Frush (2007) e Faerber (2007) enfatizam que os três inputs mais relevantes que determinam a alocação de activos de um investidor são: os objectivos de investimento, o horizonte temporal desse investimento e o risco que se está disposto a incorrer.

Figura 1: Determinantes da alocação de activos



Fonte: Faerber (2007)

dos lucros das empresas (designados por dividendos) ou, no caso da venda destas, uma parte dos ganhos obtidos. Os *fundos de investimento* são compostos por diversos títulos, como, por exemplo, acções e obrigações, e procuram captar a poupança. Os seus títulos podem ou não ser negociados em bolsa consoante as características que o compõem (IC, 1998).

A definição dos objectivos do investimento corresponde ao primeiro passo no processo de investimento. Faerber (2007) refere que existem quatro objectivos básicos: preservação do capital investido (estabilidade); rendimento actual, crescimento actual e retorno total.

O principal papel do horizonte temporal é ajudar o investidor a seleccionar e avaliar as várias alternativas de investimento nas diversas classes e subclasses de activos. Quanto mais baixo for o seu horizonte temporal, maior ênfase deve ser dado ao investimento em activos de rendimento fixo. Por outro lado, quanto mais longo for o seu horizonte temporal, maior deve ser a aposta em activos com risco, especialmente acções. Com efeito, as acções são voláteis e têm associadas níveis elevados de incerteza, ou seja, as acções exibem um risco muito elevado em relação ao retorno esperado.

Frush (2007) destaca que o perfil de risco é sem dúvida o mais importante determinante na construção de uma carteira óptima. De acordo com Grable e Lytton (1998) os objectivos do investimento e o horizonte temporal são dois parâmetros objectivos e relativamente fáceis de medir, no entanto o parâmetro, tolerância ao risco, tende a ser subjectivo e, conseqüentemente, difícil de medir. Trone, Allbright e Taylor (1996)² sugeriram que a tolerância ao risco é o factor determinante na construção do plano de investimento, referindo que a aversão ao risco é um parâmetro crucial para determinar a alocação óptima de activos do investidor.

Existem variações consideráveis na definição do conceito de tolerância ao risco, apesar de ser um termo de uso comum na área dos Mercados Financeiros. Alguns investigadores consideram que a tolerância ao risco constitui o inverso da aversão ao risco (Barsky et al., 1997; Gron e Winton, 2001). De acordo com Grable (2000), a tolerância ao risco é o montante máximo de incerteza que alguém está disposto a aceitar quando realiza uma decisão financeira. Com efeito, além de Grable, outros autores (Harlow e Brown, 1990; Callan e Johnson, 2002) consideram que a tolerância ao risco pode ser definida como a atitude do investidor perante um “cenário” de incerteza. Roszkowski, Davey e Grable (2005) citaram as seguintes definições: “é o nível de volatilidade que um investidor pode tolerar”; “é a quantidade de perda em que alguém arrisca incorrer”.

² Referência consultada em Grable e Lytton (1998)

As estratégias mais comuns de alocação de activos são a alocação estratégica de activos e a alocação tática de activos (Logue e Rader, 1998). De acordo com Brinson, Singer e Beebower (1986; 1991) a escolha de uma dada carteira envolve quatro etapas fundamentais:

- (1) Decidir as classes de activos a incluir na carteira;
- (2) Decidir o peso, em termos de longo prazo, que cada classe de activos deverá ter na carteira;
- (3) Alterar estrategicamente o peso de cada classe de activos na carteira de forma a captar o excesso de rentabilidade resultante de flutuações de curto prazo no preço das classes de activos (*market timing*³);
- (4) Selecção individual de activos dentro de uma dada classe de activos (selecção de activos⁴).

Aqueles autores referem que as duas primeiras decisões correspondem à alocação estratégica de activos e as duas últimas correspondem à alocação tática de activos.

A decisão de distribuição dos recursos entre as grandes classes de activos, ou seja, a alocação estratégica de activos, é a mais importante decisão de investimento, por dois motivos: em primeiro, é uma importante ferramenta de gestão do risco de acordo com a Teoria da Carteira, como será discutido na próxima secção; em segundo, alguns estudos demonstraram que constitui a mais importante decisão que um investidor pode realizar no longo prazo, quer seja no plano institucional ou individual. Portanto, para o investidor a decisão de escolha entre as classes gerais de activos, ou seja, a escolha da distribuição das percentagens das diferentes classes de activos numa carteira, é a decisão, que em relação a qualquer outra, terá o maior impacto nos retornos do seu investimento. Esta premissa tem

³ O *market timing* é a estratégia de tomar decisões de compra ou venda de activos financeiros baseadas na previsão de futuros movimentos de preços no mercado. Segundo Francis (1993), o investidor que adopta esta estratégia procura antecipar-se às altas e às baixas do mercado, com o objectivo de seleccionar o momento no qual os activos estão a preços baixos para realizar compras e vendê-los quando estão próximos do seu pico.

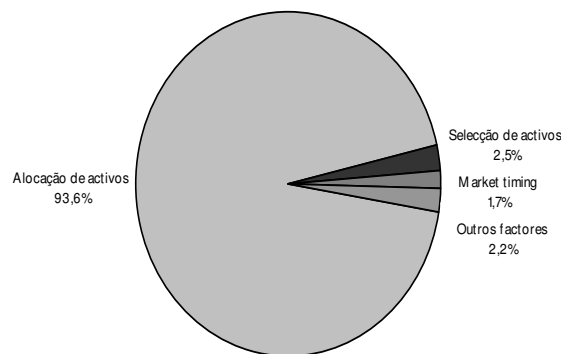
⁴ De acordo com a definição de Brinson, Singer e Beebower (1991, p. 41), a selecção de activos envolve decisões activas de investimento sobre activos que fazem parte de cada classe de activos, nomeadamente, é a decisão que incide sobre a compra de títulos privados ou públicos, dentro de cada classe de activos rendimento fixo, ou a compra de acções de uma empresa específica, dentro de cada classe de activos de rendimento variável.

como base alguns estudos que procuraram mensurar a relação entre alocação de activos e a rentabilidade de carteiras de investimento.

Brinson (1986; 1991) e Ibbotson (2000) concluíram que mais de 90% do retorno de longo prazo de uma carteira de activos é definido pela sua alocação, ou seja, praticamente toda a variabilidade dos retornos de uma carteira ao longo do tempo é função da alocação (estratégica) de activos. Jahnke (1997) também esclareceu que não existem dúvidas de que a alocação de activos é um determinante importante do desempenho da carteira. Portanto, estes estudos concluíram que a alocação estratégica de activos pode ser considerada mais importante do que a alocação tática de investimentos.

O primeiro estudo de Brinson (1986) baseou-se na análise do desempenho financeiro de 90 fundos de pensões dos EUA, durante o período de 1974 a 1983. O objectivo do estudo foi determinar em que medida a estratégia de alocação de activos, a selecção de activos, o *market timing* e os custos contribuem para a rentabilidade dos fundos de pensões analisados. A análise da estratégia de alocação teve por base as seguintes classes de activos: acções, obrigações e equivalentes a dinheiro. O *market timing* foi avaliado através da análise das alterações da ponderação de cada classe de activos no investimento ao longo do tempo. Logo, se um gestor de investimentos alterar, num determinado período, a alocação das três classes de activos no fundo de pensões, isto foi interpretado pelos autores como uma tentativa dos gestores beneficiarem do *market timing*. A figura 1 permite constatar que a alocação de activos explica 93,6% da performance do investimento, enquanto a selecção de activos, o *market timing* e outros factores (incluindo custos) explicam, respectivamente, 2,5%, 1,7% e 2,2% da performance do investimento.

Figura 2: Determinantes do desempenho do investimento



Fonte: Frush (2007)

Brinson et al. (1991) actualizaram Brinson et al. (1986) e confirmaram as conclusões originais, tendo a alocação estratégica de activos respondido por 91,5% da variação dos retornos, utilizando dados de 82 fundos de pensões, no período de 1977 a 1987. Este segundo estudo também concluiu que a selecção de activos individuais dentro de uma classe de activos e *o market timing* têm uma importância reduzida. O artigo conclui que a alocação de activos explica 91,5% da performance do investimento, enquanto a selecção de activos, o *market timing* e outros factores explicam, respectivamente, 4,6%, 1,8 % e 2,1% da performance do investimento.

Em 2000, Ibbotson e Kaplan concluíram que a alocação de activos explica 40% da variação dos retornos entre fundos de pensões, e que explica praticamente 100% do nível de retorno dos fundos.

2.3. Alocação óptima de activos

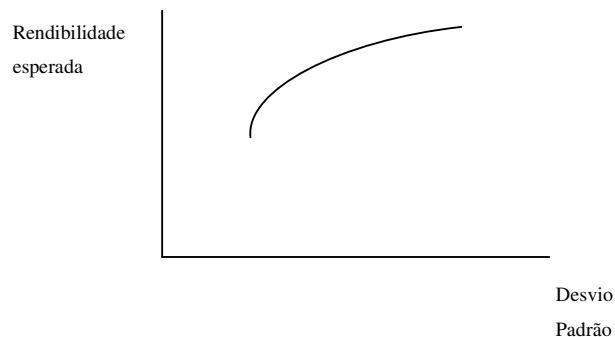
A teoria da alocação de activos é um tema amplamente pesquisado, desde longa data, pelos académicos. Um dos pilares da teoria moderna em Finanças é a abordagem média-variância introduzida por Markowitz, que demonstrou a importância do processo de alocação de activos através da diversificação de carteiras. Ele concluiu que a análise média-variância não deve ser utilizada unicamente para explicar o comportamento do investidor, mas também constitui uma técnica que deve ser utilizada no processo de decisão de alocação de activos.

Markowitz, com o seu trabalho “Portfolio Selection” em 1952, sugeriu que o investidor racional deve ter em conta apenas dois parâmetros na escolha dos activos a incluir na sua carteira: a média (rendibilidade) e a variância (risco). Além disso, referiu que a variância da rendibilidade é uma medida adequada do risco, dado que permite medir de dispersão da respectiva rendibilidade em torno do seu valor médio. O risco ainda pode ser expresso pelo desvio padrão das rendibilidades (raiz quadrada da variância). Como destaca Mayo (2000) é o trade-off entre risco e rendibilidade que vai determinar a alocação de activos do investidor, pois a Teoria da Carteira de Markowitz indica que os investidores requerem um acréscimo adicional de rendimento por cada incremento do risco, de forma a manterem o mesmo nível de satisfação.

Markowitz introduziu a noção de carteira eficiente ao estabelecer que o investidor racional deve seleccionar a carteira que lhe oferece a mínima variância para uma dada rendibilidade ou a máxima rendibilidade para uma dada variância. A combinação de carteiras eficientes vai permitir criar uma fronteira de eficiência⁵, sobre a qual os investidores devem seleccionar a carteira mais adequada tendo em conta o seu perfil de tolerância ao risco (Nevins, 2003). A fronteira de eficiência de Markowitz, evidenciada na figura 3, representa todas as carteiras eficientes. É de salientar que a técnica de optimização de média-variância (MV) de Markowitz (1952; 1959) vem sendo bastante utilizada para definir estruturas óptimas de composição de carteiras.

Assim, de acordo com Markowitz, de entre todas as carteiras possíveis existe um conjunto de carteiras eficientes, que serão aquelas que apresentam a máxima rendibilidade para os vários níveis de risco e o mínimo de risco para os vários níveis de rendibilidade. Depois, cada investidor poderá encontrar a sua carteira óptima, tendo em consideração as suas preferências individuais de rendibilidade e risco, traduzidas pelas respectivas curvas de indiferença.

Figura 3: Fronteira de eficiência



Posteriormente, Tobin (1958) expande a análise de Markowitz ao considerar que o investidor dispõe da possibilidade de investir num activo sem risco. Em teoria, um activo sem risco é aquele em que o investidor sabe exactamente o valor que receberá ao final do prazo de investimento. Este autor desenvolveu a teoria de que o investidor toma as suas

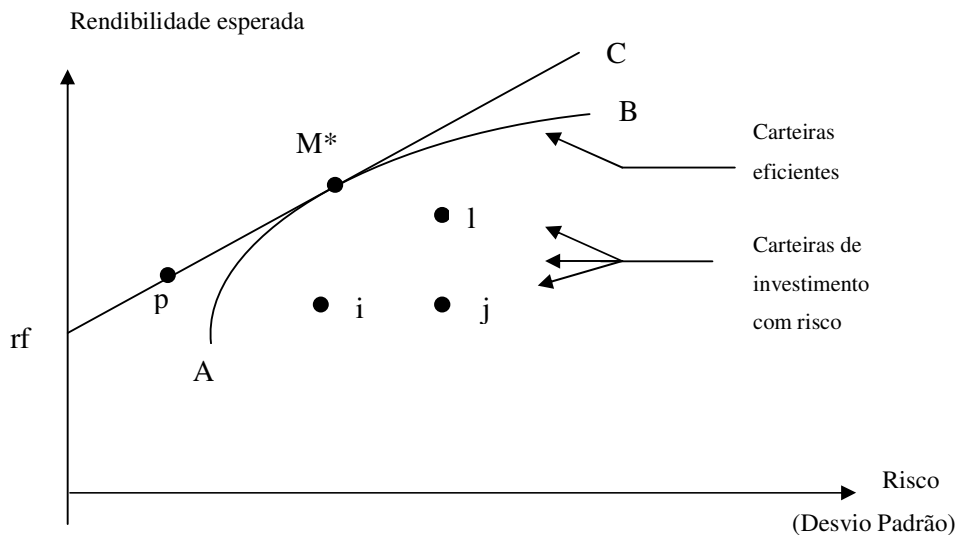
⁵ Subconjunto dos carteiras pertencentes a fronteira de possibilidades de investimento que para cada nível de risco proporciona o máximo retorno. A fronteira eficiente representa as combinações de maior benefício risco-retorno, não havendo nenhuma combinação óptima além dela.

decisões combinando um activo sem risco com a carteira situado na Fronteira de Eficiência, elaborado por Markowitz (1952). Quando existe um activo sem risco, os investidores têm a possibilidade de atingir cada nível de rentabilidade, correndo um risco ainda menor do que o que decorre da análise de Markowitz. Esse objectivo é alcançado através da combinação do activo sem risco com uma carteira de activos com risco.

Assim, considerando que o investidor dispõe da possibilidade de investir num activo sem risco, cuja rentabilidade é garantida (representada por rf), e também da oportunidade de realizar aplicações, com risco, correspondentes as diversas carteiras representadas pelos pontos i, j, l , da Figura 4, das quais as mais eficientes se situam sobre a fronteira AB (fronteira de eficiência) é possível deduzir uma nova configuração para a fronteira de eficiência, como se poderá verificar de seguida.

Uma vez que o investidor procura obter a melhor combinação possível, este escolherá investir na carteira com risco de modo eficiente, ou seja, de modo que lhe proporcione as melhores combinações de investimento sem risco e de investimentos com risco. A carteira eficiente sobre a qual recairá então a sua escolha será aquela que se encontra tangente à fronteira eficiente, ou seja, M^* . Deste modo a nova fronteira de eficiência passa a assumir a configuração geométrica de uma semi-recta, representada na figura 4 por rfM^* e designada de Linha de Alocação de Capital (LAC).

Figura 4: Fronteira de eficiência e activo sem risco



Fonte: Adaptado de Quintart e Zisswiller (1994; 152)

A equação seguinte representa a LAC,

$$\bar{R}_p = r_F + \sigma_p \left(\frac{\bar{R}_M - r_F}{\sigma_M} \right)$$

onde

\bar{R}_p = taxa de rentabilidade esperada da carteira p

r_F = taxa de rentabilidade livre de risco

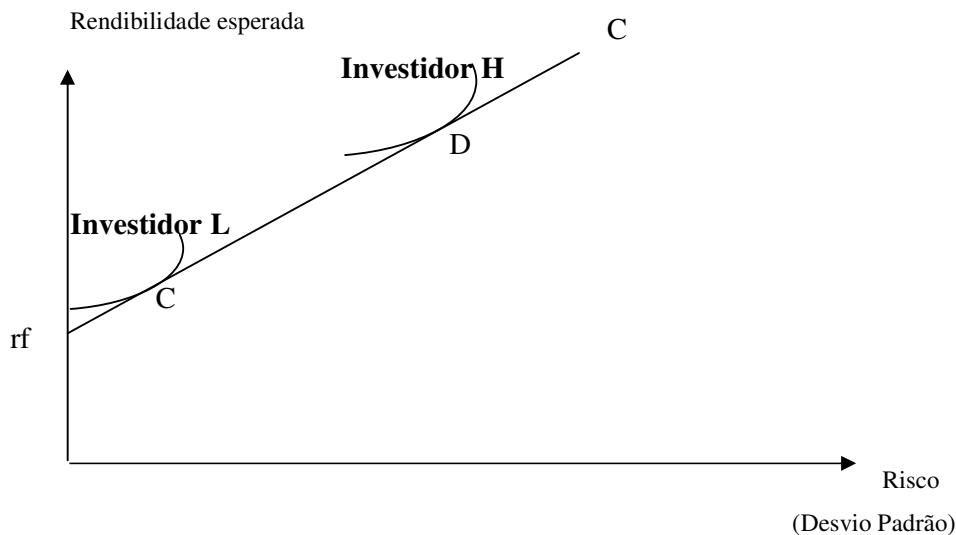
\bar{R}_M = taxa de rentabilidade esperada da carteira M* de activos com risco

σ_p = risco da carteira p

σ_M = risco da carteira M*

No entanto, a carteira que o investidor vai escolher não depende apenas da LAC, mas também depende da sua função de utilidade individual, que pode ser representada pela curva de indiferença.

Figura 5: Carteiras diferentes para investidores diferentes



Fonte: Huang (2007)

Sharpe (1997) refere que a carteira óptima é determinada pela solução de tangência com a fronteira de eficiência que corresponde ao “ponto sobre a fronteira de eficiência em que a curva de indiferença toca a fronteira” (Sharpe, 1997). A figura 5, apresenta a intersecção das curvas de indiferença de dois investidores, um com um baixo nível de tolerância ao

risco (L) e outro com um elevado nível de tolerância ao risco (H). O Ponto C, onde a curva de indiferença é tangente a LAC, diz respeito à carteira ótima seleccionada por um indivíduo avesso ao risco, que engloba uma proporção maior de activos financeiros de risco reduzido. O ponto D corresponde à carteira ótima para um investidor mais tolerante ao risco, constituída por uma percentagem elevada de activos com risco. Assim, um investidor que opta por investir numa carteira mais à esquerda do gráfico é tipicamente conservador e não pretende correr muitos riscos; mas à medida que caminha para a direita, a sua agressividade vai aumentar, estando disposto a correr um risco maior para obter uma rendibilidade superior. Logo, podemos concluir que a selecção de uma carteira específica depende do nível de tolerância ao risco do investidor individual, que neste modelo é reflectido pela posição da sua curva de indiferença.

Em suma, como salientou Huang (2007), podemos concluir que a tolerância ao risco é um factor chave no processo de alocação de activos. Assim, ao seleccionar os activos que comporão a carteira ótima, o investidor deverá estar consciente do nível de risco que está disposto a aceitar. Vários artigos confirmam a existência de uma relação positiva entre o perfil de tolerância ao risco de um investidor e o nível actual de risco da sua carteira. Schooley e Worden (1996), com base nos dados fornecidos pelo Survey of Consumer Finances (SCF)⁶ de 1989, mostraram que o nível actual de risco das carteiras dos investidores individuais está altamente correlacionado com o seu perfil de risco. Logo, os indivíduos mais avessos ao risco detinham um rácio de activos com risco menor, enquanto os indivíduos que assumiam um risco financeiro substancial tinham um rácio de activos com risco superior. Hariharan, Chapman e Domian (2000), examinaram as decisões de alocação de activos de indivíduos, em situação de pré-reforma, e concluíram que “um nível elevado de tolerância ao risco vai reduzir a propensão individual do investidor em adquirir activos sem risco” (pp.159). Alguns autores (Hanna et al., 1998) também sugeriram que os gestores de investimentos devem assumir que a tolerância ao risco financeiro e alocação de activos estão positivamente correlacionados, mantendo todos os outros factores constantes.

⁶ Survey of Consumer Finances é uma pesquisa realizada anualmente no mercado americano (E.U.A) e abrange dados sobre os activos, dívidas, atitudes financeiras e comportamento financeiro de indivíduos e famílias. Nos últimos anos a pesquisa tem sido conduzida pelo National Opinion Research Center na Universidade de Chicago sob a supervisão do Federal Reserve e outras agências federais.

2.4. A influência das variáveis demográficas e socioeconómicas

A composição da carteira de um indivíduo depende do seu perfil de risco, tal como vimos na secção anterior, assim os indivíduos menos tolerantes ao risco tendem a escolher uma menor proporção de activos com risco do que os investidores mais agressivos. Muitos investigadores sugeriram que as variáveis demográficas e socioeconómicas, podem ser utilizadas para explicar o nível de tolerância ao risco dos investidores (Grable, 2000). Portanto, se os investidores têm diferentes preferências em relação ao risco que pretendem correr, que resultam do facto de cada pessoa ter características específicas, quer a nível demográfico, quer a nível sócio económico, é possível verificar variações consideráveis nos seus investimentos ao longo do tempo, em resultado de uma procura diferenciada por cada categoria de activos.

De seguida vão ser apresentados os factores mais abordados em estudos prévios, que mostraram resultados interessantes, embora, alguns sejam contraditórios.

Género

Muitos estudos concluíram que existe uma relação entre o género (i.e, masculino ou feminino) e o nível de tolerância ao risco do investidor, defendendo que as mulheres são menos tolerantes ao risco do que os homens (Grable, 2000; Grable e Joo, 2000; Sung e Hanna, 1996). Bajtelsmit e Bernasek (1996) apresentaram diversas razões que explicam porque é que os homens investem de forma diferente das mulheres, que estão relacionadas, nomeadamente, com as diferenças no nível de riqueza, rendimento, responsabilidades no cuidado dos dependentes, factores genéticos e de socialização.

Slovic (1966) concluiu, após um revisão extensa da literatura, que "a crença que prevalece na nossa cultura é que os homens devem assumir mais riscos do que mulheres" (p.169). Assim, espera-se que as mulheres sejam investidoras mais conservadoras que os homens e, conseqüentemente, são-lhes oferecidos investimentos com menor risco e com menores retornos esperados (Schubert et al., 1999).

Similarmente, alguns estudos revelaram que as mulheres têm menor propensão do que os homens em adquirir activos com risco, como é o caso de Bajtelsmit et al. (1999) que

concluíram que as mulheres são mais avessas ao risco na definição da composição da sua carteira do que os homens. Alguns investigadores (Hariharan et al., 2000; Coleman, 2003) verificaram que os homens possuem comparando com as mulheres, uma proporção mais elevada de activos financeiros em acções e uma proporção reduzida activos sem risco.

Idade

Os investidores tendem a ajustar as suas carteiras de acordo com o ciclo de vida. A hipótese do ciclo de vida do indivíduo, apresentada por Modigliani (1986), prevê que a aversão ao risco aumente ao longo da vida – a medida que as pessoas envelhecem, mais avessas ao risco se tornam. Assim, é expectável que o peso das acções na carteira do investidor diminua com o aumento da idade. Nos primeiros anos de vida (20, 30 ou 40 anos) deverá privilegiar-se o investimento em acções, dado os retornos potencialmente mais altos a longo prazo. À medida que o investidor se aproxima da idade da reforma, vai aumentando progressivamente o peso dos activos de rendimento fixo na sua carteira (obrigações, mercado monetário), isto acontece porque neste estágio do ciclo de vida o investidor não tem rendimento para compensar os resultados adversos de investimento arriscados (Bajtelsmit, 1999).

Estudos prévios sobre a idade, enquanto determinante do padrão de alocação de activos, centraram-se na análise da relação entre a idade e o investimento em activos de risco. Morin e Suarez (1983) encontram-se entre os primeiros autores a apresentar uma investigação empírica daquela relação, utilizando dados de 1970 do Canadian Survey of Consumer Finances. Através da análise da covariância, eles descobriram que há um efeito significativo da idade sobre a decisão de alocação de activos das famílias e que as pessoas se tornam mais avessas ao risco com o aumento da idade. Mais recentemente, Coleman (2003) comprovou uma relação negativa entre a variável idade e a percentagem de activos com risco incluídos na carteira de um investidor.

Wang e Hanna (1997) analisaram a relação entre a idade e a tolerância de risco, que foi medida através do rácio de activos de risco sobre o valor total do investimento. O seu modelo mostrou que as pessoas tendem a investir mais em activos de risco com o aumento da idade, indicando uma relação significativa e positiva entre idade e tolerância ao risco.

Os resultados foram contrários à hipótese do ciclo de vida, que defende que a aversão ao risco aumenta com a idade.

Rendimento

Vários estudos confirmaram que o rendimento está relacionado significativamente e positivamente com a probabilidade de se investir em activos com risco (Gutter et al., 1999; Haliassos e Bertaut, 1995; Kreinin, 1959). Coleman (2003) e Zhong e Xiao (1995) mostraram que a percentagem de investimento em acções cresce com o rendimento. Desta forma, quanto maior o rendimento, maior é a proporção da riqueza financeira investida em activos de risco.

É de salientar que o rendimento é um determinante da tolerância ao risco que também teve relevância em inúmeras pesquisas. Esta variável foi identificada como tendo uma relação positiva com a tolerância ao risco, isto é, quanto mais elevado for o nível de rendimento, maior será a tolerância ao risco (Grable e Lytton, 1999; Hanna, Gutter e Fan, 1998; Schooley e Worden, 1996).

Estado civil

O estado civil é potencialmente uma importante variável que tem influência sobre o nível de preferência pelo risco no processo de investimento. Inúmeras pesquisas encontraram diferenças entre casados e solteiros em termos de tolerância ao risco, mas também no que diz respeito a alocação de activos. Alguns autores sugerem que os investidores solteiros são mais tolerantes ao risco (McInish, 1982; Faaf et al., 2003). No entanto, algumas pesquisas falharam em identificar qualquer relação significativa entre estado civil e tolerância ao risco (e.g., Haliassos e Bertaut, 1995).

Em relação à alocação de activos, Gutter et al. (1999) (in Hanna e Lindamood, 2004) mostrou que os indivíduos casados investem mais em activos sem risco do que os indivíduos solteiros. No entanto, segundo Bertaut (1998) a alteração do estado civil tem efeito sobre a decisão de investir em acções – ser casado está relacionado positivamente com a probabilidade de se investir em acções. Por outro lado, Hariharan et al. (2000)

mostrou que não existe nenhuma relação entre estado civil e a proporção de activos com risco que compõem a carteira.

Nível de Educação

Alguns autores mostram que o nível de educação propicia uma tolerância ao risco maior, ou seja, comprovaram a existência de uma relação positiva entre o nível de educação e a tolerância ao risco (Faff et al., 2004; Grable e Joo, 1997; Sung e Hanna, 1996). Além disso, vários estudos concluíram que a tolerância ao risco aumenta com o nível de educação, sendo maior para aqueles com um nível superior de educação e menor para aqueles com um nível médio incompleto (Sung e Hanna, 1996).

Similarmente, existe alguma evidência adicional de que educação contribui para um comportamento mais agressivo na escolha de uma carteira. Haliassos and Bertaut (1995) mostraram que, controlando outros factores, os indivíduos com um nível de educação mais elevado têm uma maior propensão para adquirir acções comparativamente aos investidores com um nível de educação inferior. Outros autores confirmaram que a percentagem de investimento em acções aumenta com o nível de educação (Coleman, 2003; Wang e Hanna, 1997).

Outros factores

A actividade profissional constitui uma variável fundamental para caracterizar os investidores. Vários artigos que analisaram a alocação de activos dos indivíduos, utilizaram a actividade profissional como variável de controlo. Gollier (2000) analisou os factores que determinam a afectação óptima de activos e mais concretamente a posse de acções. Este autor constatou que o estatuto profissional influencia a alocação óptima de activos. Yao (2003) mostrou que os indivíduos reformados e os desempregados preferem investimentos mais seguros.

Paralelamente, alguns autores e gestores de investimentos concluíram que a tolerância ao risco também pode ser associada ao tipo de emprego do indivíduo, nomeadamente, sustentam que a ocupação de um estatuto profissional elevado está relacionada com um nível de tolerância ao risco elevado (Sung e Hanna, 1996). Assim, os indivíduos que

assumem poucos riscos vão escolher um emprego com riscos económicos reduzidos (Grable e Lytton, 1998). Por exemplo, assume-se que os indivíduos empregados na área vendas/comercial, empregados por conta-própria e empregados em empresas privadas, tendem a ser mais tolerantes ao risco, em comparação com os funcionários do sector público (Grable e Lytton, 1999).

Outros factores, com influência sobre a tolerância ao risco, foram sugeridos, nomeadamente, expectativas económicas (Grable e Joo, 2000) e os conhecimentos financeiros (Grable e Joo, 2000; Sung e Hanna, 1996). Segundo estes autores, os indivíduos que têm expectativas favoráveis para o futuro e um maior nível de conhecimentos financeiros tendem a ser mais tolerantes ao risco. Kreinin (1959 in Zhong e Xiao, 1995) conclui que os indivíduos que são mais optimistas em relação ao futuro da economia e da sua situação particular têm uma maior propensão, por oposição aos mais pessimistas, para adquirir acções. Rajamohan (2005) analisou o impacto dos conhecimentos financeiros na composição da carteira das famílias e concluiu que a posse de acções está significativamente e positivamente relacionada com os conhecimentos financeiros.

A satisfação financeira também constitui um determinante importante da tolerância ao risco, na medida em que existem diversos artigos que atestam que um nível elevado de satisfação com a sua situação financeira actual está associado a um nível elevado de tolerância ao risco (Xiao, 2007). A satisfação financeira pode ser considerada como uma forma de medir o bem-estar financeiro (Xiao, 2007, p. 25), assim indivíduos financeiramente satisfeitos têm uma maior predisposição para assumirem riscos (Forgas, 1995; Rusting e Larsen, 1995).

2.5. Os Valores Pessoais

Neste subcapítulo será apresentada uma revisão da literatura sobre os valores pessoais e sua relevância para a compreensão do comportamento dos indivíduos, realçando-se a Teoria Universal dos Valores de Schwartz. Com efeito, na área de estudos dos valores e sua relação com o comportamento, Shalom Schwartz é, incontestavelmente, considerado o líder mundial (Steenkamp et al., 1999).

Por fim, uma vez que nunca foi estudada a relação entre os valores pessoais e a alocação de activos, serão frisados alguns estudos que evidenciaram que os valores pessoais poderão ter influência no grau de tolerância ao risco do investidor, que constitui, tal como vimos na secção anterior, o factor determinante na definição da composição da carteira de investimento.

2.5.1. O conceito de Valores Pessoais

O estudo dos valores humanos tem sido um tema abordado por diferentes áreas do conhecimento, como Educação, Filosofia, Psicologia, Sociologia. Isto porque os valores têm um papel relevante na orientação do comportamento humano, e mais, na organização das pessoas em sociedade (Rokeach, 1973).

Os valores pessoais são objectivos transituacionais desejáveis que guiam a forma como os indivíduos escolhem as suas acções, avaliam as pessoas e justificam as acções e avaliações (Schwartz, 1992; 1999). São também entendidos pelos investigadores sociais como cognições sociais altamente abstractas detidas em comum pelos membros de uma sociedade e que representam preferências de certo tipo de acção ou estado de coisa (Triandis, 1990). Na literatura, contudo, encontramos outras definições de valores, mas que essencialmente expressam o mesmo sentido. A título de exemplo, apresentam-se as seguintes definições:

- Concepções do desejável que influenciam a forma como as pessoas seleccionam as suas acções e avaliam os acontecimentos (Bilsky e Schwartz, 1987);

- Representações cognitivas dos objectivos ou motivações importantes das pessoas que coordenam o seu comportamento (Bilsky e Schwartz, 1994);
- Estruturas abstractas que representam as crenças das pessoas sobre modos desejáveis de comportamento ou sobre estados finais desejáveis. Estas crenças transcendem objectivos e situações específicas e detêm um carácter normativo. Provêm das necessidades básicas e das exigências da sociedade (Feather, 1995);
- Crenças que pertencem a modelos desejáveis de conduta, transcendendo situações específicas, guiando a selecção ou avaliação do comportamento e que estão ordenados por importância, de forma a formar um sistema de prioridades (Rokeach, 1973);
- Objectivos trans-situacionais desejáveis que guiam a forma como os actores sociais escolhem as acções, avaliam as pessoas e justificam as suas acções e avaliações. (Schwartz, 1999).

Comuns à maioria das definições de valores humanos estão as seguintes características:

(1) Os valores são crenças (Bilsky e Schwartz, 1987, 1990), isto é, são estruturas cognitivas intimamente ligadas às emoções e, quando activadas, de forma consciente ou não, desencadeiam sentimentos positivos ou negativos (Schwartz, 2005). Com efeito, Rokeach (1973) afirmou que, os valores, tal como todas as crenças, possuem componentes cognitivas, afectivas e comportamentais. O valor é uma estrutura cognitiva, porque é um conhecimento sobre o desejável; é afectivo, dado que transmite uma emoção, que nos pode levar a aprovar quem dá exemplos positivos ou a não aprovar quem dá exemplos negativos; possui um componente comportamental, dado que quando é activado, leva o indivíduo a agir.

(2) Os valores referem-se a objectivos desejáveis, visto que nos mostram o que é importante na nossa vida, fornecendo motivação para agirmos correctamente (Schwartz, 2005). Segundo Rokeach (1973), os valores permitem distinguir o que é “desejável” do que não é “desejável”, daí que os valores são preferências, pois

determinam que uma dada coisa é preferível a outra, o que influencia, portanto, condutas, actuações e acções.

(3) Os valores são objectivos abstractos, que transcendem acções e situações específicas. Esta natureza abstracta dos valores, distingue-os de conceitos como normas e atitudes, que dizem respeito a acções e situações específicas (Schawrtz, 2005). Outra característica que permitir distinguir os valores das normas e das atitudes, é o facto de as pessoas estabelecerem uma hierarquia dos valores, ou seja, ordenarem os valores de acordo com a sua importância relativa, formando um sistema de prioridades que é característico de cada indivíduo (Schwartz, 2005).

(4) Os valores são padrões (Bilsky e Schwartz, 1987, 1990). Rokeach (1973) defende que são padrões multifacetados que guiam a conduta das pessoas, nomeadamente, porque orientam os indivíduos no posicionamento frente a determinadas questões sociais; servem para guiar a forma como as pessoas se apresentam aos outros; servem de guia para julgar e avaliar as pessoas; permitem persuadir e influenciar as pessoas e oferecem um padrão que nos indica como racionalizar as nossas acções, atitudes e crenças.

2.5.2. Valores e comportamento

De acordo com Tamayo e Porto (2005), o estudo da relação entre valores e comportamento constitui uma preocupação antiga, mas foi com Rokeach, nos anos 70, que o estudo sistemático dos valores ganhou relevo, pois este autor afirma que o conhecimento dos valores de uma pessoa vai permitir prever como ela se comportará em diversas situações experimentais e da vida real (Rokeach, 1973). Os valores envolvem necessariamente uma preferência, ou seja, uma distinção entre o que é importante para o indivíduo e o que é secundário, entre o que tem valor e o que não tem. Assim, na essência dos valores parece estar implícita a sua relação com o comportamento.

Sendo os valores o que há de mais abstracto nas cognições sociais, eles reflectem as características mais básicas da adaptação do indivíduo ao meio. As atitudes e os comportamentos são produzidos a partir dessas abstracções. Dada uma determinada situação, teoricamente, os valores vão influenciar as atitudes, que por sua vez vão

influenciar os comportamentos específicos. Esta sequência pode ser designada de hierarquia valor – atitude – comportamento (Homer et al., 1988).

Schwartz (2005) identifica e explica quatro processos através dos quais os valores podem influenciar o comportamento de um indivíduo. O primeiro processo diz respeito à activação de valores, ou seja, para determinar o comportamento é preciso que os valores sejam activados, o que está dependente da facilidade com que determinado valor vem à memória. Desta forma, confirma-se que os valores mais importantes para o indivíduo são activados mais facilmente, sendo estes valores que causam o comportamento. O segundo processo reconhece os valores como fonte de motivação, assim os valores motivam acções, no entanto Feather (1988) refere que os indivíduos para desenvolverem essas acções têm de acreditar que têm capacidade para as realizarem e que estas vão produzir os resultados esperados. O terceiro processo, evidencia que os valores influenciam a atenção, percepção e interpretação de situações, isto é, os indivíduos vão dar atenção apenas a determinadas situações, aquelas que são percebidas como importantes do ponto de vista dos seus valores e, em consequência, cada interpretação vai implicar uma determinada acção. Finalmente, o quarto processo refere que os valores influenciam o comportamento, através do planeamento das acções. Portanto, se os indivíduos planearem de forma cuidadosa as suas acções, maior será a probabilidade do seu comportamento expressar os seus valores prioritários, visto que o planeamento leva os indivíduos a concentrarem-se nos prós da acção desejada e a acreditarem mais nas suas capacidades para alcançarem com sucesso os seus objectivos (Gollwitzer, 1996).

Portanto, do ponto de vista teórico, parece não existir dúvida de que os valores são factores determinantes do comportamento. De referir ainda que Rokeach (1973) argumenta que as consequências dos valores no comportamento do indivíduo podem-se manifestar em todos os fenómenos que os investigadores considerem relevantes para investigar.

2.5.3 Teoria Universal de Schwartz

Actualmente, a teoria dos valores de Schwartz é uma das teorias de valores mais utilizadas e aquela que abarca a “complexidade das relações entre os valores e o comportamento” (Tamayo e Porto, 2005, p. 18). No mesmo sentido, Steenkamp et al. (1999) refere que, provavelmente, a mais importante e completa teoria e linha de investigação sobre valores pessoais foi a desenvolvida por Schwartz e seus colegas.

Schwartz segue o modelo da hierarquia de valores de Rokeach (Bilsky e Schwartz, 1987). No entanto, o grande avanço dado por Schwartz prende-se com o facto de procurar construir um modelo, uma estrutura de valores, que pode ser aplicado a todas as pessoas e nações do mundo, ou seja, universal.

Schwartz demonstrou que os valores humanos podem ser agrupados em dez tipos motivacionais distintos reconhecidos em diversas culturas. Esta tipologia de valores foi deduzida teoricamente a partir das seguintes necessidades básicas universais que são pré-existentes em qualquer indivíduo: necessidades biológicas do organismo; interacção necessidades de coordenação e interacção social; e necessidades de bem-estar e sobrevivência dos grupos (Bilsky e Schwartz, 1987).

2.5.3.1 Os dez tipos motivacionais de valores

Apesar de existir consenso entre os autores de que os valores constituem representações cognitivas das necessidades, Schwartz foi o primeiro a imaginar uma estrutura de valores baseada na motivação subjacente a cada um deles (Tamayo, 2007) A teoria de valores de Schwartz centra-se no conteúdo motivacional imbuído em cada valor. Portanto, os valores expressam metas motivacionais do indivíduo, ou seja, o que diferencia um valor de outro é o tipo de motivação que ele expressa.

Schwartz (1992), após revisão da estrutura proposta por Bilsky e Schwartz (1987; 1990), propôs uma tipologia universal de valores baseada na literatura sobre as necessidades básicas dos indivíduos, que contém dez tipos motivacionais de valores: Benevolência, Conformidade, Tradição, Segurança, Poder, Realização, Hedonismo, Estimulação, Autodeterminação e Universalismo.

De seguida, apresenta-se uma definição detalhada de cada um dos dez tipos motivacionais de valores, salientando-se os objectivos que expressam as necessidades que os determinam e os itens utilizados para medir cada tipo motivacional, que estão presentes, nomeadamente, no Schwartz Value Survey.

Benevolência

Este tipo motivacional enfatiza a preocupação com o bem-estar das pessoas com quem o indivíduo contacta frequentemente (Schwartz e Sagiv, 1995) e deriva dos requisitos básicos para o bom funcionamento do grupo “primário” e das necessidades orgânicas de afiliação. Os valores de benevolência podem ser medidos através dos seguintes itens: ser prestável, honesto, piedoso, responsável, leal (Schwartz, 2005).

Conformidade

Este tipo motivacional envolve a limitação de acções e impulsos que podem constituir uma violação das normas ou expectativas sociais (Schwartz e Sagiv, 1995). A conformidade é um requisito fundamental para o bom funcionamento dos grupos, já que reprime impulsos que tendem a incomodar ou prejudicar a interacção no nosso quotidiano (Schwartz, 2005). Ser obediente, bem educado e auto-controlado são exemplos de valores deste tipo motivacional (Bilsky e Schwartz, 1987).

Tradição

Segundo Schwartz (1992, p. 10) os “grupos em todos os lugares desenvolvem símbolos e práticas que representam experiências partilhadas”. Assim, este tipo motivacional realça objectivos de respeito, compromisso e aceitação de crenças, costumes e ideias da cultura ou religião dos indivíduos, que simbolizam a solidariedade do grupo, contribuindo para a sua sobrevivência. Os valores de tradição são medidos através dos seguintes itens: respeito pela tradição, humilde, devoto, consciente dos seus limites, moderado (Schwartz, 2005).

Segurança

Realça objectivos de segurança, harmonia e estabilidade da sociedade, dos relacionamentos e de si mesmo. Schwartz (1992) sugere que este tipo motivacional inclui dois subtipos de valores de segurança, aquele que diz respeito à segurança individual, dado que serve principalmente os interesses dos indivíduos (ex: saúde) e aquele que serve interesses mais amplos do grupo e da sociedade (ex: segurança nacional). Os valores de segurança resultam das necessidades básicas do organismo do indivíduo e grupos e que permitem a sobrevivência física (Bilsky e Schwartz, 1987). Os itens ordem social, segurança da família, limpo, reciprocidade de favores e saudável permitem medir este tipo de valores.

Realização

O objectivo expresso por este tipo motivacional está relacionado com a obtenção de sucesso pessoal, através da demonstração de competências de acordo com os padrões aprovados pela sociedade. Com efeito, para que os indivíduos sobrevivam e os grupos e instituições alcancem com sucesso os seus objectivos, é necessário privilegiar um desempenho competente (Schwartz, 2005). Este tipo motivacional é medido com base nos seguintes itens: ambicioso, bem sucedido, capaz e influente (Schwartz, 1992).

Poder

O poder diz respeito ao estatuto social, ao prestígio e ao controlo sobre pessoas e recursos (Schwartz e Sagiv, 1995). Com efeito, a diferenciação entre estatutos constitui um facto da vida social que é fundamental para o funcionamento das instituições sociais (Bilsky e Schwartz, 1987). Este tipo motivacional engloba os seguintes itens: autoridade, poder social, preservação da imagem pública, reconhecimento social.

É de referir que este valor motivacional, tal como a realização, foca a estima social. No entanto, os valores de realização dão ênfase à demonstração activa de competências em interacções concretas, enquanto que os valores de poder visam a conquista ou manutenção de uma posição dominante dentro de um sistema mais geral (Schwartz, 2005).

Hedonismo

Os valores incluídos neste tipo motivacional derivam das necessidades orgânicas e do prazer associado à sua satisfação, baseando-se em objectivos de gratificação sensual ou prazer (Schwartz, 2005). O prazer, vida de prazer, auto-indulgência constituem itens que permitem medir este tipo motivacional.

Estimulação

Realça objectivos de excitação, novidade e desafio na vida. De acordo com Schwartz (2005), este tipo de valor motivacional resulta da necessidade orgânica de variedade e estimulação dos indivíduos, de forma a conseguirem um nível óptimo e positivo de actividade. Os seguintes itens permitem medir este tipo motivacional: uma vida variada, uma vida excitante e ousado.

Autodeterminação

O principal objectivo que define este tipo motivacional é o pensamento e acção independente – escolher, criar e explorar. Os valores de autodeterminação são o resultado das necessidades orgânicas baseadas no controlo e domínio e de requisitos de interacção de autonomia e independência. A criatividade, liberdade, curiosidade independência são exemplo de valores que permitem medir a autodeterminação (Schwartz, 2005).

Universalismo

Compreensão e aceitação dos outros e preocupação com o bem-estar de todas as pessoas e do meio ambiente constituem os objectivos deste tipo motivacional, cujos valores também derivam das necessidades de sobrevivência dos grupos e dos indivíduos. No entanto, este tipo motivacional contrasta com a benevolência, pois as motivações associadas aos valores de universalismo só são reconhecidas a partir do momento que as pessoas entram em contacto com outras pessoas que não pertencem ao seu grupo primário, indo pois para além das relações intragrupo. Além disso, o tipo motivacional universalismo também é

activado quando os indivíduos tomam consciência da escassez de recursos naturais, constatando que se não protegerem o meio ambiente isso implicará a destruição dos recursos que são essenciais para a sobrevivência das pessoas. Os valores do universalismo podem ser medidos através dos seguintes itens: mente aberta, justiça social, igualdade, um mundo em paz, mundo de beleza, sabedoria e proteger o meio ambiente (Schwartz, 2005).

O quadro apresenta um breve resumo do que foi referido anteriormente, identificando-se para cada tipo motivacional a correspondente meta motivacional – o principal objectivo que define cada factor motivacional – e as acções que representam estes tipos motivacionais (exemplos de valores).

Tabela 1: Domínios de valores e meta motivacional

Tipo de valor motivacional	Meta Motivacional	Exemplos de valores
Benevolência	Interesse e preocupação com o bem-estar de pessoas íntimas	Prestável Responsável Não rancoroso Honesto Leal Amizade verdadeira
Conformidade	Agir de acordo com as expectativas sociais	Obediente Auto-disciplina Polidez Respeito aos pais e idosos
Tradição	Respeito dos princípios, ideias e costumes de uma cultura ou religião	Respeito pela tradição Devoto Moderado Humilde
Segurança	Harmonia e estabilidade da sociedade, das relações e de si próprio	Segurança nacional Ordem social Reciprocidade de favores Segurança familiar Limpeza Saudável
Realização	Sucesso pessoal, através da demonstração de competências individuais, de acordo com padrões sociais	Ambição Inteligente Influente Capaz
Poder	Estatuto social, prestígio e controle sobre recursos e pessoas	Poder social Autoridade Riqueza Reconhecimento social
Hedonismo	Prazer ou gratificação sensual	Prazer Desfrutar a vida Ser condescendente

Estimulação	Procura de excitação, novidade e mudança	Vida excitante Vida variada Audaz
Autodeterminação	Independência de pensamento e acção, criatividade e exploração	Liberdade Criatividade Independência Curiosidade Respeito próprio
Universalismo	Compreensão, tolerância e preocupação com o bem-estar dos outros e da natureza	Igualdade Protecção do meio ambiente Justiça social Um mundo de beleza Um mundo em paz Sabedoria

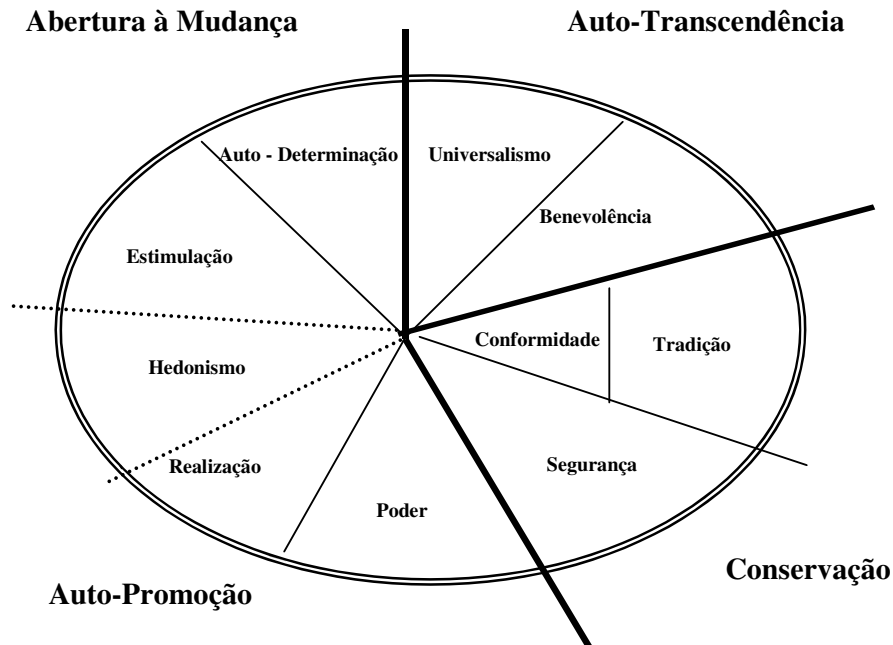
Fonte: Schwartz (1992), Schwartz (2005)

É de salientar que Schwartz (Tamayo e Porto, 2005) confirmou, de forma empírica, através de amostras de mais de 67 países, a existência de uma estrutura axiológica constituída por dez motivações. Indícios estatísticos sugerem que os dez tipos motivacionais identificados cobrem todo o espectro motivacional dos valores. No entanto, o próprio Schwartz (Tamayo e Porto, 2005, p. 45-46) afirma que “é difícil rejeitar definitivamente a possibilidade de que alguns tipos motivacionais universais estejam ausentes”.

2.5.3.2 A estrutura de relações de valores

Schwartz (1992) desenvolveu uma estrutura circular para representar a sua teoria, cuja representação gráfica é evidenciada pela Figura 6, onde podemos identificar que os dez tipos motivacionais estão inseridos em quatro dimensões de valores de ordem superior: Abertura à mudança, Conservação, Autopromoção e Autotranscendência.

Figura 6: Estrutura circular dos valores humanos como tipos motivacionais e as dimensões bipolares de Schwartz



Fonte: Schwartz (1992)

A estrutura circular da Figura 6, destaca as relações de compatibilidade e de conflito entre os tipos motivacionais, em que os valores compatíveis se encontram em proximidade estreita e os valores que concorrem entre si em lados opostos do círculo. Assim, quanto mais próximos estão dois tipos motivacionais em torno do círculo, mais semelhantes são as suas motivações subjacentes; por outro lado, quanto mais afastados estão dois tipos motivacionais, mais diferentes são as motivações que representam (Tamayo e Porto, 2005).

Schwartz demonstrou a universalidade das compatibilidades através dos seguintes pares de valores (Schwartz, 1992):

- Poder e Realização enfatizam a superioridade social e estima;
- Realização e Hedonismo enfatizam a satisfação pessoal;
- Hedonismo e Estimulação o desejo por experiências afectivas e de prazer;
- Estimulação e Autodeterminação a novidade e o domínio;

- Autodeterminação e Universalismo expressam confiança no julgamento próprio e satisfação com a diversidade;
- Universalismo e Benevolência demonstram preocupação com outros e superação de interesses individuais;
- Benevolência e Tradição a devoção a um grupo;
- Conformidade e Tradição a subordinação do indivíduo às expectativas sociais impostas;
- Tradição e Segurança a preservação do estatuto social;
- Conformidade e Segurança a protecção da ordem e a harmonia nas relações;
- Segurança e Poder o evitar das incertezas controlando as relações e os recursos.

Por outro lado, a relação de conflito entre os tipos motivacionais pode ser verificada, através da organização dos tipos motivacionais em duas dimensões bipolares opostas (Tamayo e Porto, 2005, p. 29). A primeira dimensão destaca a oposição entre a “Abertura à mudança” versus “Conservação”, onde se inserem os tipos motivacionais Autodeterminação e Estimulação (que enfatizam a independência do pensamento e favorecem a mudança) versus Conformidade, Tradição e Segurança (que focalizam a submissão, preservação de práticas tradicionais e protecção da estabilidade).

A segunda dimensão contrapõe “Autopromoção” versus “Autotranscendência”, onde incluímos os tipos motivacionais Realização e Poder (que evidenciam a procura de sucesso pessoal e domínio sobre os outros) versus Universalismo e Benevolência (que dão ênfase à igualdade entre as pessoas e a preocupação com o bem-estar dos outros). O tipo motivacional Hedonismo está incluído tanto na “Abertura à mudança” como na “Autopromoção”.

2.5.4. Valores Pessoais e Alocação de Activos

Apesar de não existir nenhum estudo que relacione os valores humanos com a alocação de activos financeiros, aqueles poderão constituir uma variável potencial para compreender a forma como as pessoas organizam as suas preferências em relação à escolha dos activos financeiros para a sua carteira.

Nos modelos oferta/procura de qualquer bem, a procura por parte dos consumidores é determinada quer por características fundamentais como os custos de produção, o preço dos bens substitutos, quer por características que se relacionam com valores, tais como preferências e gostos. Também nas escolhas de investimentos os investidores apresentam diferentes preferências e raciocinam com base nos seus próprios valores. O Ramo da Finança Comportamental mostrou que as características psicológicas e preferências dos investidores são importantes, tanto nas escolhas dos investidores como no comportamento dos preços dos títulos.

Alguns autores realçam que o investimento em activos financeiros, além de ser afectado por variáveis demográficas e socioeconómicas, também é determinado pela orientação psicológica de cada indivíduo, nomeadamente pela personalidade do indivíduo (Ackert et al., 2002).

Estudos de cariz psicológico têm abordado a medição da tolerância ao risco através do desenvolvimento de medidas que classificam os indivíduos em diferentes categorias de risco. A partir da definição destas categorias, um gestor de investimentos tem conhecimento do perfil de risco da pessoa e, portanto, tem capacidade para recomendar uma composição de activos para a sua carteira que vá de encontro às suas características específicas. Exemplos deste tipo de abordagem são detalhados por Kaiser (1987), Lipper e Busby (1987), Droms (1987) e Lebaron, Farrelly e Gula (1989).

Neste contexto, não é de admirar que também se possa estabelecer uma relação de causalidade entre os valores dos indivíduos e a composição da sua carteira de investimentos, uma vez que constituem um dos aspectos fundamentais da psicologia do indivíduo, contribuindo para explicar o seu comportamento (Schwartz, 2005). Esta é uma das questões empíricas que nos propomos estudar.

É de salientar que apesar de alguns autores terem frisado que os valores pessoais têm impacto na alocação de activos, não se verificou nenhum estudo empírico desta relação. Com efeito, alguns autores (e.g., Doyle, 1999 e Waddell, 1987) argumentam que a tolerância ao risco, que como sabemos é o principal factor que determina a decisão de alocação de activos, é resultado, pelo menos parcial, dos dos seus valores pessoais. Sendo de salientar que Doyle (1999) concluiu que a tolerância das pessoas ao risco financeiro é resultado dos seus temperamentos, que estão relacionados com os seus valores e que são reflectidos pelas suas origens biológicas e sociais. De acordo com Waddell (1987), a tolerância ao risco financeiro reflecte os valores, crenças e metas do indivíduo.

2.6. Conclusão

Iniciamos este capítulo com a apresentação de alguns conceitos essenciais para o presente trabalho de investigação, designadamente, o conceito de alocação de activos e sua importância no sucesso da estratégia de investimento. Posteriormente, efectuamos uma breve revisão da literatura sobre a Teoria da Carteira e apresentamos os principais resultados de estudos prévios sobre a influência das variáveis demográficas e socioeconómicas na decisão de alocação de activos.

Na segunda secção analisámos os valores pessoais e sua importância na explicação da decisão de alocação de activos, o que permite antever uma relação entre esta variável e a composição da carteira de investimentos dos indivíduos.

Capítulo 3 – Quadro Conceptual de Investigação

3.1. Introdução

Concluída que está a parte referente à revisão da literatura, desenvolve-se neste capítulo o modelo de investigação, onde serão apresentados os objectivos e as hipóteses da investigação. Posteriormente descreve-se o método seguido para o desenvolvimento do estudo empírico, apresentando-se os instrumentos e a amostra utilizada. Por último, apresentamos o processo de aperfeiçoamento das variáveis, que englobou o estudo da dimensionalidade das variáveis e a análise do *alpha* de *Cronbach*.

3.2. Objectivo e Hipóteses de Estudo

Hoje em dia os investidores têm à sua escolha uma grande variedade de instrumentos financeiros dentro das várias classes dos activos que têm diferentes características de risco e rendibilidade.

Assim, a análise de um qualquer investimento passa pela consideração de dois elementos fundamentais: o risco e a rendibilidade (Markowitz, 1952). Genericamente, pode definir-se o risco como sendo um acontecimento incerto a que está associada uma distribuição de probabilidade. O risco de investimento pode ser definido como sendo a possibilidade de obter, com esse investimento, uma rendibilidade diferente da esperada. Quanto mais provável essa possibilidade, maior o risco (ABDP, 1998). Portanto, podemos definir o risco como sendo a volatilidade dos resultados esperados. Existe, portanto, uma relação estreita entre risco e rendibilidade, dado que quanto maior o risco associado a um activo, maior será a rendibilidade exigida pelo investidor.

A teoria clássica de Markowitz prevê uma relação inversa entre risco e rendibilidade nas diversas carteiras de investimento. O investidor típico procura retorno e encara o risco da sua carteira como algo indesejável. Markowitz (1952) demonstrou a importância do processo de alocação de activos através da diversificação de carteiras. A decisão de alocação é um processo que determina a melhor composição da carteira a partir dos vários tipos de activos disponíveis, como acções, obrigações, etc. As diferentes combinações de activos geram um conjunto de carteiras, onde algumas têm retorno superior ou menor risco

em relação às demais carteiras. Tobin (1958) apresentou uma contribuição essencial à teoria de Finanças ao propor a existência de um activo sem risco, a ser incluído na formação de carteiras eficientes de investimento. Segundo este autor, as carteiras formadas pelos investidores são uma combinação do activo sem risco com um fundo de activos com risco.

Portanto, os investidores enfrentam um dilema na composição da sua carteira, uma vez que têm de decidir a distribuição do seu investimento entre activos com risco versus activos sem risco (Wang, 2008). Investidores mais conservadores, que não gostam de assumir grandes riscos, têm preferência pelo investimento em activos isentos de risco, com a finalidade de obterem uma carteira mais segura. Em oposição, investidores com um perfil mais agressivo, que procuram a maior rentabilidade, mesmo que corram o risco de perder parte do seu património, compõem a sua carteira basicamente com activos de rendimento variável (acções, derivados).

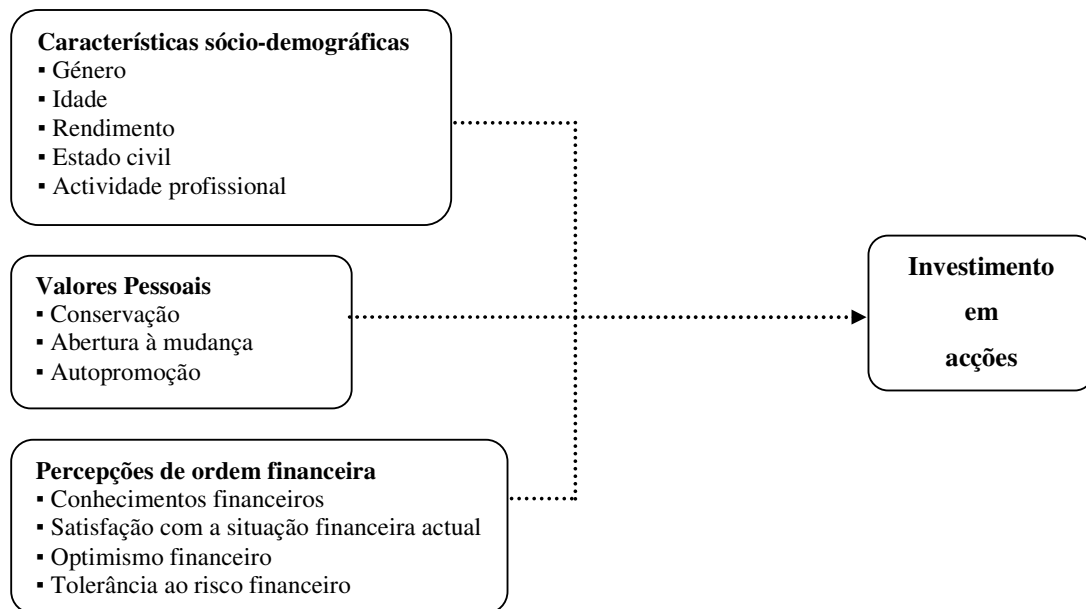
Campbell (2006) realizou uma revisão de várias questões que influenciam o processo de decisão financeira das famílias, incluindo a questão de como as famílias alocam a sua riqueza em diferentes activos financeiros. Segundo este autor, a propensão de uma família deter activos com risco, tais como acções, em contraste com activos menos arriscados, tais como depósitos bancários e obrigações de baixo risco, depende de uma série de factores. Uma maior tolerância ao risco, quer devido à psicologia individual ou em virtude de circunstâncias como possuir uma maior riqueza, deverá levar um indivíduo a investir mais em acções. Além disso, factores que afectam o nível de conforto com produtos financeiros relativamente mais sofisticados, como acções, podem determinar a alocação de activos das famílias.

O investimento em acções é um tipo de activo com risco geralmente aceite e discutido na literatura (por exemplo, Hanna e Chen, 1995; Haliassos e Bertaut, 1995; Bertaut e Starr-McCluer, 2000). Além disso, para a medição do comportamento de risco das famílias, a detecção de acções é uma medida vulgarmente utilizada. É de salientar que diversos estudos, que se concentraram na alocação de activos, utilizaram modelos para avaliar se as famílias possuíam ou não acções (e.g., Haliassos e Bertaut, 1995; Xiao, 1996; Gutter et al., 1999).

O objectivo central do trabalho é medir o impacto de características pessoais sobre a probabilidade de um participante optar pelo investimento em acções. Sendo de salientar, que o principal contributo deste estudo é explorar a utilidade dos valores pessoais na explicação da decisão de alocação de investimento em acções, além de outros factores, que já foram extensamente abordados em estudos anteriores, designadamente: a idade, o género, o estado civil, o nível de rendimento, actividade profissional, os conhecimentos financeiros, a satisfação financeira, o optimismo financeiro e a tolerância ao risco financeiro.

No seguimento do que acabou de ser referido, chegou-se à elaboração do seguinte modelo de análise, o qual servirá de suporte à presente investigação.

Figura 7: Modelo Conceptual de Análise



De acordo com os objectivos propostos para este trabalho, constituíram-se as seguintes hipóteses, as quais irão ser testadas nesta pesquisa. As hipóteses, apresentadas de seguida, foram categorizadas em três temas:

(1) Efeitos das variáveis socio-demográficas na determinação do investimento em acções

- **Género**

Diversos estudos mostraram que a mulher é mais avessa ao risco do que o homem (Bajtelsmit e Bernasek, 1996; Bajtelsmit, Bernasek e Jianakoplos, 1999). Hariharan et al. (2000) verificaram que os homens são mais agressivos nos seus investimentos e possuem, comparando com as mulheres, uma proporção mais elevada de activos financeiros em acções e uma proporção reduzida de activos sem risco. Portanto, é de esperar que os inquiridos do género masculino apresentem uma maior propensão a deter acções, quando comparados com os do género feminino. Assim, avançamos a hipótese seguinte:

H1: Os homens têm uma maior propensão a investir em acções do que as mulheres

- **Idade**

Várias pesquisas mostraram que o investimento em acções diminui com a idade (e.g., Morin e Suarez, 1983 e Coleman, 2003). Os investidores devem ajustar as suas carteiras de acordo com o ciclo de vida. Isto é, investidores mais jovens podem correr mais riscos que os investidores de idade mais elevada. Logo, os jovens investidores tendem a optar por activos com maior risco, como acções, e à medida que vão se aproximando da idade da reforma, investem em activos de rendimento fixo.

Assim, é razoável assumir que o investimento em acções diminui com a idade, porque os investidores mais velhos (reformados/sem emprego) não têm a capacidade financeira para suportar perdas, em comparação com os investidores mais jovens, que beneficiam de um rendimento regular decorrente de estarem empregados. Além disso, os investidores mais jovens têm um maior número de anos para recuperar das perdas que podem obter em investimentos mais arriscados. Assim, vamos verificar a seguinte hipótese:

H2: A idade está negativamente relacionada com a posse de acções

- **Rendimento**

O rendimento foi identificado, por inúmeros estudos, como sendo uma variável que apresenta uma relação positiva com a tolerância ao risco, isto é, quanto mais elevado for o nível de rendimento, maior será a tolerância ao risco (Grable e Lytton, 1999; Schooley e Worden, 1996). Paralelamente, vários estudos evidenciaram que a percentagem de investimento em acções aumenta com o nível de rendimento (Kreinin, 1959; Gutter et al., 1999; Haliassos e Bertaut, 1995).

Intuitivamente, considerar que o investimento em acções aumenta com o nível rendimento, é uma suposição razoável, visto que aqueles investidores que têm rendimentos elevados, podem mais facilmente incorrerem em investimentos arriscados, visto que têm riqueza acumulada que lhe permitirá fazer face a possíveis perdas. Neste sentido, propomos a seguinte hipótese:

H3: O rendimento está positivamente relacionado com a posse de acções

- **Estado civil**

Em geral, várias pesquisas constataram que o estado civil é um determinante da alocação de activos. Enquanto alguns autores argumentam que os indivíduos solteiros têm menos a perder quando assumem riscos elevados com os seus investimentos, por outro lado, outros defendem que os indivíduos casados apresentam uma maior capacidade financeira e emocional para assumir riscos maiores. Assim, como existem diversos resultados na análise da relação entre o estado civil e a alocação de activos, neste estudo vamos seguir o artigo elaborado por Bertaut (1998), de acordo com o qual, os indivíduos casados têm uma maior propensão para deter activos de risco. Com efeito, os indivíduos casados podem contar com o rendimento dos seus parceiros caso fiquem desempregados ou sofram uma diminuição brusca do seu rendimento. Assim, vamos verificar a seguinte hipótese:

H4: Os casados têm uma maior propensão a investir em acções do que os indivíduos solteiros

- **Actividade profissional**

Os trabalhadores por conta própria são mais tolerantes ao risco, do que aqueles que trabalham por conta de outrem, uma vez que os primeiros escolheram um estatuto profissional mais arriscado (Grable e Lytton, 1999). Yao (2003) constatou que os indivíduos reformados e que não trabalham, quer por motivos voluntários ou involuntários, são mais cuidadosos nos investimentos que realizam, preferindo compor a sua carteira com activos mais seguros. Assim, é razoável considerar que a actividade profissional poderá constituir uma variável fundamental para caracterizar os investidores. Como tal, vamos testar a seguinte hipótese:

H5: Actividade profissional é um determinante da propensão em investir em acções

(2) Efeitos dos valores pessoais na determinação do investimento em acções

Na estrutura circular de Schwartz (1992, 2005), é visível o contraste entre o conflito de estar motivado a seguir o próprio interesse intelectual e emocional em direcções imprevistas e incertas (dimensão abertura à mudança), com o desejo de manter o status quo e a segurança em relacionamentos com o próximo, com as instituições e tradições (dimensão conservação). Assim, espera-se que os investidores que atribuem uma maior importância às metas de abertura à mudança apresentem um maior grau de tolerância ao risco, preferindo activos com maior risco, enquanto os investidores individuais que privilegiam as metas ligadas à conservação apresentam uma maior aversão ao risco, escolhendo activos com risco inferior.

Como tal, vamos testar se os indivíduos que valorizam o respeito, compromisso, segurança, harmonia e aceitação dos costumes, dado que evitam correr riscos, têm uma maior propensão para decisões de alocação mais conservadoras. Por oposição, vamos verificar se a predominância dos valores motivacionais de autodeterminação, estimulação e hedonismo terá um impacto positivo na definição de uma alocação de activos com maior peso em activos com risco. Neste sentido propomos as seguintes hipóteses:

H6: A conservação está negativamente relacionada com a posse de acções

H7: A abertura à mudança está positivamente relacionada com a posse de acções

Schwartz (1992) comprovou que os valores poder e realização (dimensão autopromoção) opõem-se ao universalismo e benevolência (dimensão autotranscendência). Este é um conflito que o indivíduo sente entre o lutar pelo bem-estar colectivo e o alcançar do seu sucesso pessoal.

Os valores que se relacionam com a autopromoção são o poder e a realização, ou seja, esta dimensão relaciona-se com o grau com que as pessoas estão motivadas a promover os seus próprios interesses pessoais, vinculados pelo estatuto social, prestígio, controlo sobre os recursos e o sucesso pessoal através da demonstração da competência. Assim, pessoas motivadas por estes valores terão maior probabilidade de investir em acções, uma vez que dado o nível elevado de risco associado a este tipo de investimento, realizá-lo constituirá um sinal de ambição, diferenciação e de promoção de si mesmo. Paralelamente, a aposta em tais produtos pode proporcionar maior riqueza, o que pode contribuir para a satisfação da motivação do poder. Portanto, vamos verificar a seguinte hipótese:

H8: A autopromoção está positivamente relacionada com a posse de acções

No que diz respeito aos valores compreendidos na dimensão da autotranscendência (universalismo e benevolência) não se prevê qualquer relação com o investimento em acções. De qualquer forma, e dada a natureza exploratória deste trabalho, analisar-se-á empiricamente a relação entre aquele domínio e a posse de acções.

(3) Efeitos das percepções de ordem financeira na determinação do investimento em acções

- **Conhecimentos financeiros**

O nível de conhecimentos financeiros influencia positivamente o nível de tolerância ao risco, ou seja, os indivíduos com um maior nível de conhecimentos financeiros são mais tolerantes ao risco (Grable e Joo, 2000; Sung e Hanna, 1996). Os indivíduos com um nível

de conhecimentos financeiros mais elevado têm mais facilidade na compreensão do risco dos seus investimentos, Assim, espera-se que os investidores que dispõem de mais habilitações sejam mais propensos a terem na sua carteira activos com risco e a investirem uma proporção maior de seus activos financeiros naqueles títulos. Assim, é razoável assumir que os indivíduos que possuem um bom nível de conhecimentos sobre os mercados e produtos financeiros estão mais predispostos a deter acções. Como tal, vamos propor a seguinte hipótese:

H9: O nível de conhecimentos financeiros está positivamente relacionado com a posse de acções

- **Satisfação com a situação financeira actual**

Quanto mais elevada for a satisfação de um indivíduo com a sua situação financeira actual, maior será a sua tolerância ao risco (Xiao, 2007). Se há indivíduos com uma situação financeira tranquila, é razoável assumir que estes estejam dispostos a aceitar maiores riscos nos seus investimentos do que os indivíduos com um nível baixo de bem-estar financeiro, cuja situação financeira mais precária não lhes permitirá assumir tal agressividade. Assim, um indivíduo satisfeito com a situação financeira actual estará mais predisposto a assumir investimentos mais arriscados, pelo que terá uma maior propensão em adquirir acções. Consequentemente, vamos testar a seguinte hipótese:

H10: O nível de satisfação com a situação financeira actual está positivamente relacionado com a posse de acções

- **Optimismo financeiro**

Os indivíduos que são mais optimistas em relação à sua situação financeira particular têm uma maior propensão a deter acções do que os indivíduos mais pessimistas (Kreinin 1959 in Zhong e Xiao, 1995). Os indivíduos mais optimistas, uma vez que manifestam expectativas favoráveis relativamente à melhoria da sua situação financeira no futuro, sentir-se-ão mais confortáveis com um maior nível de risco; por outro lado, os indivíduos que esperam que o seu rendimento no futuro venha a diminuir, preferirão não assumir

investimentos arriscados, na medida em que prevêem que terão mais dificuldades para suportar eventuais perdas nos seus investimentos. Assim, vamos testar a seguinte hipótese:

H11: O nível de optimismo financeiro está positivamente relacionado com a posse de acções

- **Tolerância ao risco financeiro**

A carteira de um investidor reflecte as suas preferências e necessidades particulares. A tolerância ao risco é um dos factores mais importantes que determina as preferências do investidor (Trone et al., 1996). Com efeito, ao seleccionar os activos que comporão a carteira, o investidor deverá ter consciência do nível de risco que está disposto a aceitar. As hipóteses referidas anteriormente apresentaram um conjunto de factores que podem determinar o nível de tolerância ao risco do investidor de forma genérica. Contudo, torna-se relevante incluir na nossa análise uma medida sintética de índole psicográfica para avaliar o nível de tolerância ao risco financeiro, à semelhança de Grable e Lytton (2003). Este instrumento proporciona uma medida da tolerância ao risco financeiro a partir da escolha feita pelas pessoas entre trade-offs alternativos referentes ao binómio risco e rendibilidade dos instrumentos financeiros. Assim explica-se de forma mais completa as preferências do investidor pelo investimento em activos financeiros.

Vários autores confirmaram a existência de uma relação positiva entre o nível de tolerância ao risco financeiro e a posse de acções (e.g., Bertaut, 1998; Schooley e Worden, 1996; Grable e Lytton, 2003). Esta relação parece óbvia, pois os indivíduos que estão dispostos a correrem mais riscos apresentam um perfil de investimento mais agressivo, apresentando, assim, uma maior proporção dos seus activos financeiros investidos em acções. Neste sentido propomos a seguinte hipótese:

H12: O nível de tolerância ao risco financeiro está positivamente relacionado com a posse de acções

3.3. Instrumentos

Após a definição do objectivo e das hipóteses, é necessário elaborar um instrumento para recolha de dados. Malhotra (1996) defende que a elaboração de um instrumento de recolha de dados é um aspecto de crucial importância para a obtenção das informações desejadas numa pesquisa.

No presente trabalho, optou-se pelo uso do questionário estruturado como instrumento de recolha de dados. De acordo com Marconi e Lakatos (2007), o questionário é um instrumento de recolha de dados, constituído por uma série ordenada de perguntas. Malhotra (1996) refere que um questionário é um conjunto formal de perguntas cuja finalidade é obter informações dos inquiridos e que deve respeitar três objectivos específicos:

- traduzir a informação desejada num conjunto de questões específicas que os entrevistados tenham condições de responder.
- motivar e incentivar o entrevistado a se interessar pelo assunto, para que este coopere e complete o questionário
- minimizar o erro na resposta.

A opção por este tipo de metodologia deveu-se sobretudo às vantagens atribuídas à utilização do questionário estruturado. Sendo de salientar que utilização deste método, tendo em conta os resultados que se pretende atingir, é o mais conveniente, uma vez que:

- consegue-se atingir várias pessoas ao mesmo tempo, obtendo um número elevado de dados
- economiza-se tempo, porque é possível recolher informação num intervalo de tempo relativamente curto
- garante-se também uma maior liberdade das respostas em resultado da sua confidencialidade
- consegue-se obter respostas rápidas e precisas.
- existem medidas na literatura para cada uma das variáveis consideradas neste estudo.

De forma a garantirmos a sua consistência, o questionário foi submetido a um pré-teste, ou seja, verificámos junto de um grupo reduzido de indivíduos, se as questões eram suficientemente claras e pertinentes e se existia uma coerência global com os objectivos (Marconi e Lakatos, 2007). Após a realização do pré-teste, foram introduzidas as alterações consideradas convenientes na formulação do questionário.

O questionário utilizado engloba perguntas predominantemente fechadas e é constituído por afirmações na forma positiva, tendo sido utilizadas escalas diferentes para medir as diferentes variáveis.

No sentido de se avaliar o nível de conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro foi utilizada uma escala inspirada na escala de medição intervalar do tipo Likert, uma vez que este tipo de escala poder ser facilmente submetido ao tratamento estatístico de análise de correlações e à análise factorial, técnicas consideradas importantes para a análise prevista. Entre as vantagens de uma escala deste tipo estão a fácil construção e aplicação do questionário, além do rápido entendimento pelos entrevistados (Malhotra, 1996). O intervalo adoptado para a escala das perguntas desta secção foi de cinco pontos, onde “1” representa “Discordo totalmente”, “2” representa “Discordo”, “3” representa “Não concordo nem discordo”, “4” representa “Concordo” e finalmente “5” representa “Concordo totalmente”.

Para medir o nível de conhecimentos financeiros, foi adaptada a escala utilizada por Flynn e Goldsmith (1999). As afirmações utilizadas foram as seguintes:

- Eu considero-me um(a) especialista no que diz respeito a conhecer os diferentes produtos financeiros
- Eu mantenho-me actualizado sobre os assuntos financeiros
- Os meus conhecimentos permitem-me avaliar bem os diferentes produtos financeiros
- Tenho bons conhecimentos sobre o funcionamento dos mercados financeiros
- Frequentemente procuro informação sobre novos produtos financeiros

Para medir a satisfação com a situação financeira actual, foi adaptada a escala utilizada por Lumpkin (1985). As afirmações utilizadas foram as seguintes:

- Estou satisfeito com a minha situação financeira actual
- Os meus rendimentos actuais permitem-me ter um bom nível de vida
- A minha situação financeira permite-me poupar o que desejo
- Sinto-me seguro com a minha situação económica/financeira actual

Para medir o optimismo financeiro, também foi adaptada a escala utilizada por Lumpkin (1985). As afirmações utilizadas foram as seguintes:

- No futuro eu terei uma boa situação financeira
- A minha situação financeira futura permitir-me-á satisfazer todos os meus desejos
- Eu sou optimista em relação à minha situação financeira futura
- No futuro terei uma situação económica/financeira segura

O nível de tolerância ao risco financeiro foi avaliado através de uma questão presente no Survey of Consumer Finances (SCF). Uma vez que diversas pesquisas recorreram a esta questão para medir a tolerância ao risco financeiro (Sung e Hanna, 1996; Grable e Lytton, 1998; Schooley e Worden, 1996), foi incluída no questionário a seguinte questão: Qual das seguintes afirmações está mais próxima do nível de risco que está disposto a assumir quando faz aplicações financeiras:

- Assumo um risco financeiro elevado esperando ganhar uma rentabilidade elevada.
- Assumo um risco financeiro acima da média esperando ganhar uma rentabilidade acima da média.
- Assumo um risco financeiro médio esperando ganhar uma rentabilidade média.
- Não desejo assumir qualquer risco financeiro.

Para medir os valores pessoais, foi integrado no questionário o SVS (Schwartz Value Survey), instrumento proposto por Schwartz, que inclui 57 valores, que representam dez dimensões de valores a nível individual (Schwartz, 1992). O SVS, apesar de ser semelhante ao inventário de Rokeach (1973), supera as deficiências detectadas neste

último: “1) Os valores que constituem os seus itens formam uma amostra mais representativa dos valores humanos. Schwartz integrou no seu instrumento valores de outras culturas, tais como a chinesa, muçulmana, etc; 2) a escala utilizada é de tipo intervalar e 3) o seu instrumento, SVS, apresenta uma estrutura do tipo factorial e avalia valores de acordo com os tipos motivacionais propostos na sua teoria. Existe, portanto, uma estrutura de relações dinâmicas entre os valores e entre os tipos motivacionais de valores” (Tamayo, 2007, p. 19).

O SVS é um questionário que agrega um conjunto de itens seleccionados a priori, que procura abranger os diferentes objectivos expressos pelos dez tipos motivacionais de valores. Assim, com os 57 itens do SVS pretende-se que os inquiridos os avaliem enquanto princípios orientadores da sua vida, ou seja, é requerido aos inquiridos que avaliem a importância de cada valor como “um princípio que guia a minha vida” (Tamayo e Porto, 2005, p. 104). Cada item é procedido de uma pequena frase de forma a esclarecer melhor o seu significado e é utilizada uma escala de nove pontos, ou seja, os valores são avaliados numa escala de -1 a 7, em que cada número qualifica o seguinte: 7 - suprema importância; 6 - muito importante; 5 e 4 – não rotulados; 3 – importante; 2 e 1 – não rotulados; 0 – não importante; -1 - oposto aos meus valores. Tal como refere Schwartz (2005), este tipo de escala é assimétrica, sendo mais “esticada” no extremo superior e condensada no extremo inferior, em resultado de pré-testes realizados terem mostrado que é dessa forma que as pessoas pensam nos valores. Além disso, esta escala também possibilita que os inquiridos manifestem a sua oposição a determinados valores.

Na tabela seguinte apresentam-se os 57 itens/valores que constituem o SVS, agrupados por cada tipo motivacional. De salientar que o SVS já foi validado em português por colegas de Schwartz.

Tabela 2: Os 57 itens do SVS

Poder	<p>3. PODER SOCIAL (controlo sobre os outros, domínio)</p> <p>12. FORTUNA (posses materiais, dinheiro)</p> <p>23. RECONHECIMENTO SOCIAL (respeito, aprovação dos outros)</p> <p>27. AUTORIDADE (o direito de liderar ou mandar)</p> <p>46. PRESERVADOR DA MINHA IMAGEM PÚBLICA (proteger a minha reputação)</p>
Realização	<p>34. AMBICIOSO (trabalhador árduo, com aspirações)</p> <p>39. INFLUENTE (com impacto nas pessoas e nos acontecimentos)</p> <p>43. CAPAZ (competente, eficaz, eficiente)</p> <p>48. INTELIGENTE (lógico, racional)</p> <p>55. BEM SUCEDIDO (atingir objectivos)</p>
Hedonismo	<p>4. PRAZER (satisfação de desejos)</p> <p>50. QUE GOZA A VIDA (gostar de comer, sexo, lazer, etc.)</p> <p>57. SER CONDESCENDENTE COMIGO PRÓPRIO (fazer coisas que me dão prazer)</p>
Estimulação	<p>9. UMA VIDA EXCITANTE (experiências estimulantes)</p> <p>25. VIDA VARIADA (cheia de desafio, novidade e mudança)</p> <p>37. AUDACIOSO (procura a aventura, o risco)</p>
Autodeterminação	<p>5. LIBERDADE (liberdade de acção e pensamento)</p> <p>14. RESPEITO PRÓPRIO (crença no seu valor pessoal)</p> <p>16. CRIATIVIDADE (ser único, com imaginação)</p> <p>31. INDEPENDENTE (auto-suficiente, auto-confiante)</p> <p>41. ESCOLHENDO AS MINHAS METAS (seleccionar os meus propósitos)</p> <p>53. CURIOSO (interessado em tudo, explorador)</p>
Universalismo	<p>1. IGUALDADE (oportunidades iguais para todos)</p> <p>2. HARMONIA INTERIOR (em paz comigo próprio)</p> <p>17. UM MUNDO EM PAZ (livre de guerra e de conflito)</p> <p>24. UNIÃO COM A NATUREZA (integração com a natureza)</p> <p>26. SABEDORIA (uma compreensão madura da vida)</p> <p>29. UM MUNDO DE BELEZA (beleza da natureza e das artes)</p> <p>30. JUSTIÇA SOCIAL (correção da injustiça, ajuda ao mais fraco)</p> <p>35. ABERTO (tolerante com diferentes ideias e crenças)</p> <p>38. PROTECTOR DO AMBIENTE (preservador da natureza)</p>
Benevolência	<p>6. UMA VIDA ESPIRITUAL (ênfase nas coisas espirituais e não materiais)</p> <p>10. SENTIDO DE VIDA (um objectivo na vida)</p> <p>19. AMOR MADURO (profunda intimidade emocional e espiritual)</p> <p>28. AMIZADE VERDADEIRA (amigos próximos e que me apoiem)</p> <p>33. LEAL (fiel aos meus amigos, grupos)</p> <p>45. HONESTO (sincero, autêntico)</p> <p>49. PRESTÁVEL (trabalhando para o bem estar de outros)</p> <p>52. RESPONSÁVEL (fidedigno, de confiança)</p> <p>54. QUE PERDOA (desculpa os outros)</p>

Tradição	<p>18. RESPEITO PELA TRADIÇÃO (preservação dos costumes estabelecidos há muito)</p> <p>21. PRIVACIDADE (ter direito a uma esfera privada)</p> <p>32. MODERADO (evite os extremos nos sentimentos e nas acções)</p> <p>36. HUMILDE (modesto, que passa despercebido)</p> <p>44. ACEITADOR DA MINHA VIDA (submissão às circunstâncias da vida)</p> <p>51. DEVOTO (dedicado à fé religiosa e à crença)</p>
Conformidade	<p>11. POLIDEZ (cortesia, boas maneiras)</p> <p>20. AUTO-DISCIPLINA (auto-controle, resistência à tentação)</p> <p>40. RESPEITADOR DE PAIS E IDOSOS (mostrando respeito, honroso)</p> <p>47. OBEDIENTE (seguidor dos meus deveres, cumprindo as minhas obrigações)</p>
Segurança	<p>7. SENTIDO DE PERTENÇA (sentimento de que os outros se importam comigo)</p> <p>8. ORDEM SOCIAL (estabilidade social)</p> <p>13. SEGURANÇA NACIONAL (protecção da minha nação contra os inimigos)</p> <p>15. RECIPROCIDADE DE FAVORES (evitar ser devedor a alguém)</p> <p>22. SEGURANÇA FAMILIAR (segurança para as pessoas que amo)</p> <p>42. SAUDÁVEL (não estar doente física ou mentalmente)</p> <p>56. LIMPO (asseado, arrumado)</p>

Fonte: Tamayo e Porto, 2005, p. 107-108

A fim de se medir o perfil de alocação dos investidores, definimos como variável dependente a posse de activos com risco, que tomará o valor “1” se o investidor detém acções ou o valor “0” em caso contrário. Esta variável foi construída a partir de uma pergunta directamente orientada para medir a distribuição actual da carteira de investimentos do indivíduo, em que o participante deveria identificar os activos financeiros que fazem parte da sua carteira actual, identificando a respectiva percentagem no total dos seus investimentos. A questão foi adaptada de Grable e Lytton (2003) e incluía a seguinte afirmação:

“Considerando as suas aplicações financeiras actuais, indique aproximadamente como estas se encontram repartidas pelos seguintes produtos/aplicações?” As opções eram as seguintes:

- Dinheiro e depósitos à ordem

- Certificados de aforro, depósitos a prazo e outros produtos bancários
- Produtos de poupança reforma e seguros de capitalização
- Obrigações e fundos de obrigações
- Acções e fundos de acções
- Outros

O questionário (que se encontra em anexo), na primeira parte solicitava aos inquiridos informação sobre os conhecimentos financeiros, a satisfação com a situação financeira actual, o optimismo financeiro e a tolerância ao risco financeiro. A segunda parte, englobava a lista dos 57 itens do SVS, que pretendia medir os valores dos inquiridos, enquanto princípios orientadores da vida de cada indivíduo, seguindo-se um conjunto de perguntas fechadas em escala nominal, ordinal ou de intervalos para classificação dos participantes em critérios socioeconómicos e demográficos, tendo em vista a sua segmentação no que se refere ao género, idade, educação, estado civil, número de dependentes, situação profissional, rendimento mensal. Na parte final do questionário foi incluída a questão sobre a distribuição actual da carteira de investimentos e uma questão para aferir o grau de participação do inquirido nas decisões de investimento do agregado familiar.

De salientar que o questionário continha outras questões, mas que não são relevantes para os objectivos do presente estudo.

3.4. Recolha de dados e caracterização da amostra

A população representa o conjunto de indivíduos que apresentam pelo menos uma característica comum, enquanto a amostra é uma parcela da população, que deve ser convenientemente seleccionada para o fim que se pretende atingir com o estudo (Marconi e Lakatos, 2007).

A população-alvo do presente trabalho engloba os indivíduos que possuem investimentos financeiros. Assim, foi necessário identificar um grupo que pudesse realizar aquele tipo de investimento. Para tal, foi definido que a amostra se basearia nos estudantes dos cursos de Pós-graduação da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, uma vez que:

- representa um segmento de pessoas com um bom nível educacional, que pode melhor racionalizar sobre o conteúdo do instrumento de recolha de dados
- houve facilidade de acesso a este público.

O procedimento de amostragem utilizado foi não probabilístico (de conveniência ou intencional). A amostra por conveniência, de acordo com Malhotra (1996), é a menos dispendiosa, porém poderá ter presente fontes potenciais de enviesamento da selecção. Não é possível, com esta técnica, fazer generalizações, mas pode ser utilizada em pesquisas exploratórias para gerar ideias, intuições ou hipóteses.

A amostra para este estudo contou com 150 inquiridos. Posteriormente, a amostra foi delimitada, tendo em conta dois critérios. Em primeiro lugar, apenas foram tidos em consideração os questionários dos participantes que indicaram que detinham actualmente investimentos em activos financeiros. Em segundo lugar, a sub-amostra foi limitada àqueles que indicaram ser responsáveis pelas decisões de investimento, no âmbito do agregado familiar. Limitar a validade do teste para os inquiridos que tinham investimento em activos financeiros e realizam as suas próprias decisões de investimento, permitiu assegurar a relevância e fiabilidade da medida de alocação de activos. Além disso, também foram eliminados os questionários que continham um número elevado de respostas incompletas e os questionários dos indivíduos divorciados, pois dado o seu número reduzido, isso poderia corromper os resultados no que se refere a análise da variável estado civil. Assim, resultou um número total de 137 questionários analisados.

A tabela 3 ilustra a distribuição dos inquiridos tendo em conta os critérios socioeconómicos e demográficos. Assim, constatamos que o perfil típico do inquirido foi mulher com idade entre os 26 e 35 anos, solteira, sem dependentes, empregada por conta de outrem, possui casa própria e não tem empréstimo à habitação e com rendimento mensal líquido entre 1000 a 1999 euros.

Tabela 3: Resumo dos dados socioeconómicos e demográficos

Variável	Frequência	Percentagem
Género (N=135)		
Feminino	75	52,6%
Masculino	64	47,4%
Idade (N=137)		
Até 25 anos	27	19,7%
Entre 26 e 35 anos	72	52,6%
Entre 36 e 45 anos	30	21,9%
Mais de 45 anos	8	5,8%
Estado Civil (N=136)		
Solteiro	82	60,3%
Casado ou união de facto	54	39,7%
N.º dependentes (N=137)		
Não tem dependentes	93	67,9%
Tem 1 dependente	24	17,5%
Tem 2 dependentes	16	11,7%
Tem 3 dependentes	3	2,2%
Tem 4 dependentes	1	0,7%
Actividade profissional (N=135)		
Trabalhador por conta própria	19	14,1%
Trabalhador por conta de outrem	100	74,1%
Desempregado	8	5,9%
Reformado	2	1,5%
Estudante	6	4,4%
Casa própria (N=136)		
Possui casa própria	77	56,6%
Não possui casa própria	59	43,4%
Empréstimo habitação (N=136)		
Tem empréstimo à habitação	62	45,6%
Não tem empréstimo à habitação	74	54,4%
Rendimento mensal líquido (N=136)		
RL < 1000	39	29,5%
RL 1000-1999	41	31,1%
RL 2000-2999	24	18,2%
RL 3000-3999	12	9,1%
RL 4000-4999	8	6,1%
RL > 5000	8	6,1%

A tabela 4 mostra a alocação por tipo de investimento dos inquiridos, onde podemos constatar que a maioria dos investidores (90%) dispõe aplicado os seus investimentos em *Dinheiro e Depósitos à ordem*. De seguida, verificamos que os activos que reúnem as preferências dos investidores inquiridos, são respectivamente os *Certificados de aforro, depósitos a prazo e outros produtos bancários* (64%) e *Produtos de poupança reforma e*

seguros de capitalização (39%). O investimento em *Acções e fundos de acções* é efectuado por 34% dos investidores inquiridos.

Tabela 4: Distribuição dos dados por tipo de investimento

Activos	Frequência	Percentagem
<i>Dinheiro e depósitos à ordem</i>		
Sim	123	89,8 %
Não	14	10,2%
<i>Certificados de aforro, depósitos a prazo e outros produtos bancários</i>		
Sim	88	64,2%
Não	49	35,8%
<i>Produtos de poupança reforma e seguros de capitalização</i>		
Sim	54	39,4%
Não	83	60,6%
<i>Obrigações e fundos de obrigações</i>		
Sim	24	17,5%
Não	113	82,5%
<i>Acções e fundos de acções</i>		
Sim	47	34,3%
Não	90	65,7%
<i>Outros</i>		
Sim	6	4,4%
Não	131	95,6%

3.5. Constituição final das variáveis

O presente subcapítulo apresenta os resultados da análise da fiabilidade das escalas e do estudo da dimensionalidade dos constructos definidos no modelo teórico. As análises foram efectuadas com recurso ao software SPSS 15.0.

Inicialmente foi verificada a unidimensionalidade, isto é, a extensão com que o conjunto dos itens de cada escala reflecte uma dimensão única. Para tal foi usada a análise factorial (Churchill, 1979). Os resultados da análise factorial confirmaram a unidimensionalidade das variáveis independentes conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira e optimismo financeiro. Convém referir que a análise factorial não foi aplicada aos valores pessoais, uma vez que esta não é apropriada para analisar a respectiva dimensionalidade, dada a estrutura circular dos valores (Steenkamp et al., 1999).

Posteriormente, para verificar a fiabilidade das escalas utilizadas no questionário, foi calculado o *Alpha de Cronbach*. A fiabilidade é uma medida da consistência interna, ou

seja, mede o grau com que os diferentes itens “indicam” o mesmo conceito. De acordo com Hair e al. (1998) são indicativos de consistência interna aceitável valores de alfa de Cronbach superiores ou iguais a 0,60, se bem que patamares mais razoáveis são 0,7 e 0,8. De um modo geral, os resultados do índice Alpha das diversas variáveis utilizadas, permitiram verificar a consistência interna dos itens utilizados. No entanto, a consistência interna da variável ‘satisfação com a situação financeira actual’ foi considerada insatisfatória. Contudo, retirando o item ‘Estou satisfeito com a minha situação financeira actual’ desta escala, isso permitiu obter um valor de *Alpha* de 0,89.

Na Tabela 5 está representada a constituição final de cada variável bem como o respectivo *Alpha*. É de salientar que os resultados obtidos mostram uma boa consistência interna no caso das variáveis ‘conhecimentos financeiros’, ‘satisfação com a situação financeira actual’, ‘optimismo financeiro’ e ‘universalismo’ (com valores acima dos 0,85) e uma consistência interna razoável para as variáveis ‘Estimulação’, ‘Benevolência’, ‘Conformidade’, ‘Realização’, ‘Tradição’, ‘Autodeterminação’ e ‘Segurança’ (com valores entre 0,7 e 0,8). Porém, verifica-se que algumas variáveis têm um valor de Alpha baixo (Poder e Hedonismo), um pouco acima dos 0,6. Como salienta Schwartz, estes níveis moderados de consistência interna reflectem o reduzido número de itens que é utilizado para medir conceitos relativamente abrangentes.

Tabela 5: Constituição final das variáveis

Variável	Itens	<i>Alpha de Cronbach</i>
Conhecimentos Financeiros	Eu considero-me um(a) especialista no que diz respeito a conhecer os diferentes produtos financeiros. Eu mantenho-me actualizado sobre os assuntos financeiros. Os meus conhecimentos permitem-me avaliar bem os diferentes produtos financeiros. Tenho bons conhecimentos sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Frequentemente procuro informação sobre novos produtos financeiros.	0,92
Satisfação com a situação financeira actual	Os meus rendimentos actuais permitem-me ter um bom nível de vida. A minha situação financeira permite-me poupar o que desejo. Sinto-me seguro com a minha situação económica/financeira actual.	0,89

Optimismo Financeiro	<p>No futuro eu terei uma boa situação financeira.</p> <p>A minha situação financeira futura permitir-me-á satisfazer todos os meus desejos.</p> <p>Eu sou optimista em relação à minha situação financeira futura.</p> <p>No futuro terei uma situação económica/financeira segura.</p>	0,90
Estimulação	<p>Uma vida excitante</p> <p>Vida variada</p> <p>Audacioso</p>	0,81
Universalismo	<p>Igualdade</p> <p>Um mundo em paz</p> <p>União com a natureza</p> <p>Sabedoria</p> <p>Um mundo de beleza</p> <p>Justiça social</p> <p>Aberto</p> <p>Protector do ambiente</p>	0,85
Benevolência	<p>Leal</p> <p>Honesto</p> <p>Prestável</p> <p>Responsável</p> <p>Que perdoa</p>	0,80
Conformidade	<p>Polidez</p> <p>Auto-disciplina</p> <p>Respeitador de pais e idosos</p> <p>Obediente</p>	0,79
Realização	<p>Ambicioso</p> <p>Influente</p> <p>Capaz</p> <p>Bem sucedido</p>	0,75
Tradição	<p>Respeito pela tradição</p> <p>Moderado</p> <p>Humilde</p> <p>Aceitador da minha vida</p> <p>Devoto</p>	0,74
Poder	<p>Poder Social</p> <p>Fortuna</p> <p>Autoridade</p> <p>Preservador da minha imagem pública</p>	0,61

Hedonismo	Prazer Que goza a vida Ser condescendente comigo próprio	0,60
Segurança	Ordem social Segurança nacional Reciprocidade de favores Segurança familiar Limpo	0,73
Autodeterminação	Liberdade Criatividade Independente Escolhendo as minhas metas Curioso	0,72

Seguidamente, processou-se o agrupamento dos valores de modo a formar as dimensões superiores de valores (conservação, abertura à mudança, autotranscendência, autopromoção) de acordo com o SVS de Schwartz (1992).

Para as restantes variáveis (conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro) criou-se igualmente um índice, que resultou da média dos indicadores respectivos que passaram a análise de validade.

3.6. Conclusão

Neste capítulo apresentámos o objectivo geral do estudo, as hipóteses a testar e a metodologia utilizada. De seguida definimos e caracterizámos a amostra e analisámos o questionário, que foi estruturado com base nas escalas existentes na literatura. Posteriormente, procedemos a validação das escalas de medida utilizadas no questionário, através da análise da dimensionalidade e do *Alpha de Cronbach*. Por fim, apresentámos a composição final das medidas utilizadas de forma a testar as hipóteses anteriormente estabelecidas.

Capítulo 4 – Resultados e Discussão

4.1. Introdução

Neste capítulo, procede-se à apresentação e análise dos resultados do nosso estudo. Para testar as hipóteses formuladas no capítulo anterior recorreremos, numa primeira fase, à análise bivariada e depois à análise multivariada. Depois da apresentação de tais resultados, haverá lugar à sua discussão.

4.2. Análise Bivariada

A análise bivariada constitui uma etapa fundamental na análise de dados, visto que permite descrever a relação entre duas variáveis. Nesta etapa iremos utilizar as seguintes ferramentas estatísticas: tabulações cruzadas e comparação de médias.

A tabela cruzada é uma “técnica estatística que descreve duas ou mais variáveis simultaneamente, e origina tabelas que reflectem a distribuição conjunta de duas ou mais variáveis com um número limitado de categorias ou valores distintos” (Malhotra, 2001, p. 408). O teste escolhido para analisar a independência das variáveis foi o teste do Qui-quadrado (χ^2). Trata-se de um teste que permite ao investigador determinar a probabilidade de que a associação observada entre duas variáveis tenha ocorrido por acaso. A hipótese nula do teste qui-quadrado supõe que não existe relação entre as duas variáveis em análise. Assim, para se poder afirmar que existe uma relação entre as duas variáveis, é preciso rejeitar a hipótese nula (Bryman e Cramer, 1992).

O segundo método – comparação de médias – permite que a análise bivariada seja realizada entre variáveis nominais e intervalares bem como entre variáveis ordinais e intervalares (Malhotra, 2001). Como tal, para o estudo da associação entre a variável dependente (dicotómica) e as variáveis numéricas foi utilizada a Análise de Variância (ANOVA), que permitirá decidir se existem ou não diferenças significativas entre as médias de várias amostras de uma variável. A estatística do teste é a estatística F, que se baseia na hipótese nula de que as médias das populações são iguais. A rejeição da hipótese nula apontará para uma forte probabilidade de associação entre as variáveis.

4.2.1 Tabulações cruzadas

Nas colunas das tabelas de contingência figuram os indivíduos que “detêm acções” e os que “não detêm acções”. Nas linhas colocaram-se os intervalos de valores considerados para as seguintes variáveis nominais/ordinais: género, rendimento, estado civil, actividade profissional e tolerância ao risco financeiro. Em cada célula da tabela encontramos as frequências absolutas e respectivas percentagens de respostas. O valor do teste qui-quadrado e o respectivo p-value é evidenciado no rodapé de cada uma das tabelas.

- Género

Através da Tabela 6, é possível observar que dos indivíduos do género masculino, 53,1% investem em acções, enquanto que os do género feminino, apenas 18,3% investem neste activo com risco.

Tabela 6: Tabela de contingência: posse de acções vs género

	Detém acções			
	Sim		Não	
	n	(%)	n	(%)
Género				
Feminino	13	18,3%	58	81,7%
Masculino	34	53,1%	30	46,9%
Total	47	34,8%	88	65,2%

$\chi^2 = 17,977$ p-value=0,000

Dada esta diferença, que indicia que os indivíduos do género masculino são mais propensos a investir em acções e os indivíduos do género feminino são menos propensos a investir em acções, pretendeu-se provar se existe dependência entre as duas variáveis. Para tal foi aplicado o teste qui-quadrado, cuja hipótese nula sugere que a variável género e a posse de acções são independentes.

Analisando a estatística do qui-quadrado, constante do quadro, verifica-se que o valor 17,977 é superior ao valor crítico da distribuição para um nível de significância de 5%, logo rejeita-se a hipótese nula e comprova-se que o género está associado ao investimento em acções. Este resultado confirma a hipótese um, uma vez que a proporção dos

participantes do género masculino que detêm acções é superior em relação aos do género feminino.

- Rendimento

A análise do rendimento mensal líquido exigiu o reagrupamento das seis faixas iniciais, em apenas três faixas, em resultado da junção das quatro faixas com rendimento igual ou superior a 2000 €, uma vez que se verificou um número reduzido de inquiridos nessas categorias.

Tabela 7: Tabela de contingência: posse de acções vs nível de rendimento

	Detém acções			
	Sim		Não	
	n	(%)	n	(%)
Rendimento				
RL < 1000	6	15,4%	33	84,6%
RL 1000-1999	15	36,6%	26	63,4%
RL > 1999	26	49,1%	27	50,9%
Total	47	35,3%	86	64,7%

$$\chi^2 = 11,188 \text{ p-value}=0,004$$

Para testar se a diferença observada é estatisticamente significativa, foi utilizado o teste qui-quadrado. Este teste apontou para uma diferença estatisticamente significativa, ou seja, mostrou que a hipótese nula poderia ser rejeitada para um nível de confiança de 95%, pois o p-value é inferior 0,05, ou seja, podemos dizer que existe uma relação (estatística) entre o nível de rendimento e a posse de acções.

A tabela 7 sugere que os investidores com menores rendimentos, ou seja, os indivíduos cujo rendimento pertence às classes 1 (rendimento líquido mensal até 1000 €) e 2 (entre 1000 e 1999 € de rendimento líquido mensal), são os que detêm menos acções, em oposição às famílias com rendimentos mais elevados, pois 49,1% dos investidores que têm um rendimento líquido mensal igual ou superior a 2000 € detêm activos de risco. Este resultado está de acordo com a hipótese três, pois confirma-se que à medida que ocorre um aumento do rendimento, ocorre um aumento da proporção dos participantes que detêm acções.

- Estado Civil

Dada a eliminação dos inqueritos dos indivíduos divorciados/viúvos, a variável estado civil foi recodificada em apenas duas categorias: solteiros e casados/união de facto.

O valor p associado ao teste qui-quadrado encontrado (2,556) é de 0,079, o que evidencia que, para um nível de confiança de 90%, existe uma relação (estatística) entre a variável estado civil e a variável dependente. E na tabela 8 é possível verificar que o estado civil mais propenso a deter acções é o estado “casado ou união de facto”, na medida em que é o grupo para o qual se verifica uma maior percentagem de detenção de acções (42,6%), o que está conforme a hipótese quatro, pois verifica-se que a proporção dos participantes casados que detém acções é maior que a dos participantes solteiros.

Tabela 8: Tabela de contingência: posse de acções vs estado civil

	Detém acções			
	Sim		Não	
	n	(%)	n	(%)
Estado Civil				
Solteiro	24	29,3%	58	70,7%
Casado ou união de facto	23	42,6%	31	57,4%
Total	47	35,7%	89	64,3%

$$\chi^2 = 2,556 \text{ p-value}=0,079$$

- Actividade profissional

As actividades “desempregado”, “estudante” e “reformado” foram reagrupadas numa única categoria “Outras”, em consequência do número reduzido de inquiridos que escolheram aquelas categorias.

Tabela 9: Tabela de contingência: posse de acções vs actividade profissional

	Detém acções			
	Sim		Não	
	n	(%)	n	(%)
Actividade profissional				
Trabalhador por conta própria	7	36,8%	12	63,2%
Trabalhador por conta de outrem	39	39,0%	61	61,0%
Outras	1	6,2%	15	93,8%
Total	47	34,8%	88	65,2%

$$\chi^2 = 6,599 \text{ p-value}=0,038$$

A Tabela 9 permite observar que a posse de acções varia com o tipo de actividade profissional, sendo de salientar que os indivíduos incluídos na actividade “Outras” são aqueles que apresentam uma menor propensão a investir em acções, já que desta categoria apenas 6,2% dos indivíduos investem em acções. O teste qui-quadrado aponta para uma diferença estatisticamente significativa, visto que o p-value é inferior 0,05. Assim, conclui-se que a actividade profissional está associado à propensão para investir em acções, o que confirma a hipótese cinco.

- Tolerância ao risco financeiro

O nível de tolerância ao risco financeiro foi agrupado em três categorias: baixo, médio e elevado (tendo por referência Sung e Lytton, 1998). A categoria elevada de tolerância ao risco financeiro engloba os inquiridos que escolheram uma das seguintes opções: “Assumo um risco financeiro elevado esperando ganhar uma rendibilidade elevada” e “Assumo um risco financeiro acima da média esperando ganhar uma rendibilidade acima da média”.

O teste qui-quadrado apontou para uma diferença estatisticamente significativa, o que é revelador do impacto da tolerância ao risco financeiro na posse de acções. A partir da Tabela 10, é possível constatar que à medida que aumenta o nível de tolerância ao risco financeiro, aumenta a percentagem de indivíduos que detêm acções. Por exemplo, dos indivíduos que apresentam maior aversão ao risco, apenas 2,4% detêm acções, por oposição, aos indivíduos com um nível elevado de tolerância ao risco, dos quais 51,6% detêm acções. Este resultado está de acordo com a hipótese doze que afirma que à medida que aumenta o nível de tolerância ao risco financeiro, maior é a propensão em deter acções.

Tabela 10: Tabela de contingência: posse de acções vs tolerância ao risco financeiro

	Detém acções			
	Sim		Não	
	n	(%)	n	(%)
Tolerância ao risco				
Elevada	16	51,6%	15	48,4%
Média	30	46,9%	34	53,1%
Baixa	1	2,4%	41	97,6%
Total	47	34,3%	90	65,7%

$$\chi^2 = 27,6 \text{ p-value}=0,000$$

4.2.2 Comparação de médias

A análise de variância (ANOVA) foi utilizada para determinar diferenças entre as seguintes variáveis contínuas: idade, valores de ordem superior (conservação, abertura, autotranscendência e autopromoção), conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro.

Tabela 11: Análise de variância

Variáveis	Detém acções		Teste estatístico (ANOVA)	
	Sim	Não	F	Sig.
	Média	Média		
Idade	32,6	31,95	0,217	0,642
Conhecimentos financeiros	3,352	2,5538	28,424	0,000
Satisfação com a situação financeira	3,06	2,52	10,916	0,001
Optimismo financeiro	3,34	2,9286	10,637	0,001
Valores de ordem superior				
Conservação	-0,6381	-0,2518	8,906	0,003
Abertura à mudança	0,2754	-0,2316	9,709	0,002
Autotranscendência	0,2666	0,3109	0,286	0,594
Autopromoção	0,1343	-0,2818	9,413	0,003

A tabela 11 mostra que a idade não está associada ao investimento em acções, visto que através da Análise da Variância constatamos que as médias das idades entre aqueles que detêm acções e os que não detêm acções não são significativamente diferentes entre si. Com efeito, o p-value do teste F (64,6%) é maior que o nível de significância 5%, pelo que devemos aceitar a hipótese nula. Estes resultados não permitem suportar a hipótese dois,

dado que a variável idade não permite diferenciar os investidores que pertencem ao grupo dos investidores de acções daqueles que pertencem ao grupo dos não investidores.

O teste F permite rejeitar a hipótese nula de igualdade entre as médias para as variáveis conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro. Com efeito, a tabela mostra que os indivíduos que detêm acções apresentam, em média, maior nível de conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro. Estes resultados confirmam as hipóteses nove, dez e onze.

É de referir ainda que o valor da significância do teste F permite rejeitar a hipótese nula de igualdade entre as médias para os valores de ordem superior, com excepção do domínio autotranscendência. Assim, temos que:

- os indivíduos que detêm acções apresentam uma média inferior no domínio conservação, do que os indivíduos que não detêm acções,
- os indivíduos que detêm acções apresentam uma média superior no domínio abertura à mudança, do que os indivíduos que não detêm acções
- os indivíduos que detêm acções apresentam uma média superior no domínio autopromoção, do que os indivíduos que não detêm acções

Daqui se pode deduzir que os investidores que detém valores mais elevados para as variáveis Abertura à mudança e Autopromoção apresentam uma maior propensão em deter acções, do que aqueles que apresentam valores mais baixos para aquelas variáveis, o que confirma a hipótese sete e oito. Por outro lado, os investidores que detém valores mais elevados para as variável Conservação apresentam uma menor propensão em deter acções, do que aqueles que apresentam valores mais baixos para aquela variável, o que valida a hipótese seis.

4.3. Análise Multivariada

Após a análise bivariada recorreu-se à estatística multivariada, com o objectivo de identificar factores que expliquem a escolha de activos com risco. A análise bivariada estabelece um conjunto de relações entre a variável dependente (posse de acções) e as variáveis independentes. Todavia, não atribui um peso a cada uma das variáveis independentes e não analisa o contributo conjunto dessas variáveis para a explicação da variabilidade da variável dependente.

No nosso trabalho de investigação, pretende-se encontrar uma associação entre uma variável dependente – não métrica, nominal, binária, designada por posse de acções – e um conjunto de variáveis independentes. Neste sentido, de acordo com Sharma (1996), poderíamos utilizar a Análise Discriminante ou a Regressão Logística para aferir as associações entre aquelas variáveis. Todavia, Sharma (1996) chama a atenção para o facto de que quando se utiliza a Análise Discriminante, um dos pressupostos desta técnica de análise é a normalidade multivariada das respectivas variáveis independentes. Mas, no caso em questão, essa exigência da aplicação daquela técnica análise não é conseguida porque temos variáveis contínuas e variáveis nominais. Assim, tendo em consideração este impedimento, optou-se por realizar a regressão logística.

A regressão logística é uma técnica estatística apropriada quando se pretende explicar uma variável dependente categórica a partir de variáveis independentes contínuas, discretas, dicotômicas ou um mix de todas elas (Hair et al, 1998). Este método não assume uma relação linear entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes, não necessita de variáveis normalmente distribuídas, não assume a homocedasticidade e é menos sensível à existência de outliers.

Na regressão logística considerou-se a detenção de acções como variável dependente e o conjunto de variáveis, já mencionadas na análise bivariada, como variáveis independentes. Seja p , a probabilidade de um dado investidor deter em acções e $p/(1-p)$, a probabilidade

do evento ocorrer versus a probabilidade do evento não ocorrer (Sharma, 1996). Então o modelo de regressão logística pode ser escrito de acordo com a equação⁷:

$$(1) \text{Logit}(p) = \ln(p / 1 - p) = \alpha + b_1 x_1 + b_2 x_2 \dots + b_n x_n,$$

onde ln se refere ao Logaritmo Neperiano, $b_1 \dots b_n$ dos coeficientes das variáveis independentes (x_1, \dots, x_n), representando o efeito destas na variável dependente. O modelo representado pela equação (1) é consistente com o modelo representado na Figura 7 de que derivam as hipóteses de investigação definidas no capítulo 3.

O método utilizado para a escolha das variáveis foi o forward stepwise que parte de um modelo inicial apenas com o termo constante, adicionando, passo a passo, as variáveis mais significativas até encontrar o “melhor modelo”. Este método tem a vantagem de eliminar a hipótese de existência de problemas relacionados com a multicolinearidade (Pestana e Gageiro, 2005).

Após diversas interações, o modelo final seleccionou as variáveis que constam na tabela 12. Face aos resultados obtidos, podemos considerar que o modelo estimado é estatisticamente significativo ($\chi^2 = 103,08$; $p < ,01$).

Tabela 12: Resultados da estimação

Variável	Coef	Std.	Sig.
Independente		Error	
Constante	-4,415	1,190	,002
Género (a)	1,610	,514	,002
Estado civil (b)	1,079	,526	,040
Conservação	-,929	,458	,042
Conhecimentos financeiros	,586	,287	,041
Tolerância ao risco financeiro (c)	,3715	1,118	,001

(a) 0 = género feminino; 1 = género masculino; (b) 0 = solteiro; 1 = casado; (c) 0 = baixo/médio; 1 = elevado

⁷ Transformação logarítmica da equação $p = \frac{1}{e^{-[\alpha + \sum b_i x_i]}}$ (Kleinbaum, 1994)

Uma vez testada a validade do modelo foi, analisada, posteriormente a qualidade do seu ajustamento, através da análise do valor do R^2 Nagelkerke. No modelo final, aquela medida regista um valor de 54,8%, o que permite afirmar que a escolha de activos com risco (acções) é “explicada” em 54,8% pelas variáveis independentes que se podem observar no mesmo quadro.

É de realçar que os resultados indicam que os parâmetros dos coeficientes estimados das quatro variáveis independentes são estatisticamente significativos, para um nível de significância de 5%⁸. Logo, as variáveis género, estado civil, dimensão conservação, conhecimentos financeiros e tolerância ao risco estão significativamente associadas com a detenção de acções, justificando-se a sua inclusão no modelo.

A partir da análise dos coeficientes da regressão logística, podemos concluir que a detenção de acções é influenciada positivamente pelo género, estado civil, tolerância ao risco financeiro e nível de conhecimentos financeiros e negativamente pela dimensão conservação. Estes coeficientes são, na verdade, medidas das variações na proporção das probabilidades, chamada de “razão de desigualdade”, ou seja, a probabilidade do evento acontecer em relação a não acontecer. É importante referir que um coeficiente positivo indica aumento da probabilidade, ao passo que um valor negativo representa diminuição da probabilidade prevista.

Com base nos resultados da regressão, de seguida passaremos ao teste das hipóteses anteriormente formuladas:

- A hipótese um previa que os homens tendem a investir mais em acções do que as mulheres. Esta relação é confirmada dado que o coeficiente para a variável género é positivo e significativo ($\beta = 1,610$ e $p < ,05$);
- A hipótese quatro previa que os investidores casados tendem a investir mais em acções do que os solteiros. O coeficiente evidenciado pela regressão para a variável estado civil é positivo e significativo ($\beta = 1,079$ e $p < ,05$), pelo que a hipótese 4 é suportada;

⁸ O valor da significância estatística de Wald é o parâmetro que permite estabelecer se uma variável é ou não importante para o modelo

- A hipótese seis apontava para a existência de uma relação negativa entre os valores compreendidos no domínio conservação e a intenção de deter acções. Os resultados suportam esta hipótese, visto que o coeficiente relativo à conservação é negativo e significativo ($\beta = -,929$ e $p < .05$);
- A hipótese nove previa que a propensão para deter acções estivesse positivamente relacionada com o nível de conhecimentos financeiros. Isto verifica-se pois o coeficiente da regressão para a variável conhecimentos financeiros é positivo e significativo ($\beta = ,586$ e $p < ,05$);
- A hipótese doze alegava a existência de uma relação positiva entre a tolerância ao risco financeiro e a posse de acções. Esta relação é confirmada atendendo ao valor do coeficiente da regressão ser positivo e significativo ($b = ,3715$; $p < .01$).

As restantes hipóteses, nomeadamente H2, H3, H5, H7, H8, H10; H11, não foram confirmadas pela regressão logística.

4.4. Discussão dos Resultados

Em termos sumários, os resultados referentes às hipóteses formuladas encontram-se evidenciados na tabela 13.

Tabela 13: Sumário do teste de hipóteses

Hipóteses	Resultados obtidos	
	Análise Bivariada	Análise Multivariada
H1 – género	Confirmação	Confirmação
H2 – idade	<i>n.s</i>	<i>n.s</i>
H3 – rendimento	Confirmação	<i>n.s</i>
H4 – estado civil	Confirmação	Confirmação
H5 – actividade profissional	Confirmação	<i>n.s</i>
H6 – conservação	Confirmação	Confirmação
H7 – abertura à mudança	Confirmação	<i>n.s</i>
H8 – autopromoção	Confirmação	<i>n.s</i>
H9 – conhecimentos financeiros	Confirmação	Confirmação
H10 – satisfação com a situação financeira actual	Confirmação	<i>n.s</i>
H11 – optimismo financeiro	Confirmação	<i>n.s</i>
H12 – tolerância ao risco financeiro	Confirmação	Confirmação

A partir da tabela 13, constatamos, por um lado, que os resultados da análise bivariada apontam na direcção prevista das hipóteses de investigação, com excepção da variável associada à hipótese dois. Por esta via confirmamos que todas as variáveis, excluindo a idade, são determinantes do investimento em acções. Por outro lado, a análise multivariada, utilizando para o efeito a regressão logística, forneceu evidência adicional de que as variáveis género, estado civil, tolerância ao risco financeiro, conhecimentos financeiros e conservação, constituem um conjunto de factores que podem ser usados para estimar a probabilidade de um indivíduo investir em acções.

A hipótese um previa que o género do investidor determina a propensão de deter em acções, verificando-se que os homens são mais propensos em deter acções do que as mulheres. Em ambos os testes estatísticos (análise bivariada e regressão logística) o género é uma variável estatisticamente significativa na explicação da variável dependente, confirmando-se que os investidores do género masculino apresentam uma maior propensão para investirem em acções. Estes resultados são, assim, consistentes com os trabalhos de Hariharan et al. (2000), Bajtelsmit et al. (1999) e Coleman (2003).

Os resultados evidenciaram a ausência de associação entre a variável idade e a posse de acções, o que afasta a possibilidade de aceitarmos a hipótese dois. Assim, temos de considerar que no que se refere ao impacto da idade na adopção ou intenção de investir em

acções, este estudo é inconclusivo. Desta forma, o resultado encontrado para a amostra em questão, que demonstrou não existir relação entre idade e a posse de acções, não está de acordo com outros autores que afirmaram que a posse de activos com risco diminui com a idade (Morin e Suarez, 1983; Coleman, 2003). É de salientar que o escalão etário que engloba os indivíduos com uma idade mais elevada (a partir dos 45 anos) tem pouca representatividade na amostra, o que poderá ter inviabilizado a identificação de uma relação significativa.

No que se refere à variável rendimento, a análise bivariada comprovou uma associação estatística significativa desta variável com a posse de acções e mostrou que a proporção dos investidores com um rendimento superior que investe em acções é maior em relação aos que têm um rendimento inferior, ou seja, à medida que ocorre um aumento do rendimento, verifica-se um aumento da proporção dos indivíduos que investem em acções. A regressão logística, contudo, não determinou a relevância para esta variável. Confirma-se, assim, parcialmente a hipótese três. O resultado obtido na análise bivariada está de acordo com os estudos de Kreinin (1959), Gutter et al. (1999) e Haliassos e Bertaut (1995), que afirmam que a relação entre rendimento e investimento em acções é positiva.

De acordo com vários estudos, o estado civil influencia o nível de preferência pelo risco no processo de investimento, determinando a alocação de activos. Os resultados da análise bivariada evidenciaram que a proporção dos investidores solteiros e casados que investe em acções é diferente, uma vez que o estado civil casado verifica-se uma maior proporção de indivíduos que investe em acções. A regressão logística mostrou que a variável estado civil tem um coeficiente significativo e positivo, desta forma quando há uma alteração do estado civil de solteiro para casado verifica-se um aumento da probabilidade de se investir em acções. Assim, estes resultados também sustentam a hipótese quatro, que é razoável assumir, porque como os indivíduos solteiros têm uma única fonte de rendimento e tendem a ser mais conservadores nos seus investimentos do que os indivíduos casados (Sung e Hanna, 1996).

Através da hipótese cinco pretendia-se avaliar a influência da actividade profissional na escolha de activos com risco. A análise bivariada confirmou que os indivíduos reformados, desempregados e estudantes apresentam uma menor propensão em deter acções, dado que, em relação às restantes categorias profissionais consideradas, aquele

grupo tem uma proporção muito reduzida de indivíduos que investem em acções. Assim, a hipótese 5 foi sustentada no nosso estudo, visto que constatámos que a actividade profissional constitui um determinante da posse de acções, o que vai de encontro ao estudo de Yiao (2003).

A hipótese seis previa a existência de uma relação negativa entre a conservação e o investimento em acções. Os resultados das análises bivariada e multivariada forneceram suporte estatístico para esta hipótese. A dimensão conservação abrange os valores segurança, conformidade e tradição. O objectivo motivacional do domínio segurança é a harmonia, a protecção e a estabilidade das relações sociais e do próprio indivíduo; por sua vez, o objectivo motivacional do domínio conformidade é moderar ou evitar acções, inclinações e impulsos capazes de destabilizar ou perturbar os outros e de violar as expectativas sociais e as normas; por fim, o objectivo motivacional do domínio tradição é o respeito, o compromisso e a aceitação das ideias e costumes que uma cultura e/ou religião impõe ao indivíduo. É razoável assumir que a conservação tem um efeito negativo na posse de acções, visto que esta dimensão superior engloba os tipos de valores que realçam a aversão dos indivíduos em correr riscos, preferindo assim não investir em acções, uma vez que é um produto instável, sem garantia de capital ou rendimento, o que gera um sentimento de incerteza. Desta forma, os indivíduos que privilegiam esta dimensão terão preferência por investir em activos mais tradicionais, seguros e estáveis. É de referir que a presença da variável conservação no modelo final da regressão logística permite destacar a importância dos valores pessoais na explicação da probabilidade de um investidor deter acções.

A análise bivariada confirmou que o investimento em acções está positivamente relacionado com a dimensão abertura à mudança, o que está de acordo com a hipótese sete. A dimensão abertura à mudança engloba os domínios autodeterminação, estimulação e hedonismo, e ambos enfatizam a busca pela novidade, prazer e satisfação, em detrimento da preservação da estabilidade e do normativo. O domínio autodeterminação foca-se no respeito por si próprio e tem como objectivo motivacional a independência de pensamento e de acção. O domínio estimulação baseia-se no objectivo motivacional centrado na excitação, novidade e desafio na vida. O domínio hedonismo tem como objectivo motivacional o prazer e gratificação sensual para si mesmo. Assim, pessoas abertas a novas ideias e experiências, criativas e curiosas deverão pois preferir mais facilmente este

tipo de investimento que outras sem estas motivações. Além disso, este tipo de investimento poderá dar ao investidor mais satisfação e prazer, já que é constitui um investimento arriscado, alimentando, assim, o seu ego e bem-estar. Assim, investidores que exibam valores individuais constantes na abertura à mudança, terão uma maior predisposição para assumir riscos e assim investir em acções. De salientar que a regressão logística não suportou a significância da variável abertura à mudança, pelo que o suporte para a hipótese sete é parcial.

A hipótese oito antevia uma relação positiva entre a dimensão autopromoção e o investimento em acções. Esta hipótese foi confirmada pela análise bivariada (mas não pela regressão logística), cujo resultado evidenciou que os investidores que atribuem uma maior importância aos valores da dimensão autopromoção têm uma maior propensão para deter acções. O poder e a realização são os tipos motivacionais incluídos na dimensão autopromoção. O poder enfatiza valores ligados ao prestígio social e domínio, a realização foca-se na inteligência e no respeito de si próprio. As pessoas que são motivadas pelo poder, ao recorrerem ao investimento em acções, procuram um investimento de elevada rentabilidade, estando assim dispostos a arriscar a totalidade da quantia investida em função de uma expectativa que, a verificar-se, conduzirá a rendimentos elevados. Além disso, este tipo de investimento permitirá ao investidor evidenciar as suas competências intelectuais, dado que é um produto com um maior grau de complexidade.

Em ambos os testes estatísticos (análise bivariada e regressão) os conhecimentos financeiros têm uma relação significativa e positiva com a variável dependente, confirmando a hipótese nove, o que está de acordo com os resultados do artigo de Rajamohan (2005). Assim, existe uma relação estatisticamente significativa entre esta variável e a probabilidade de um investidor deter acções, uma vez que os investidores que detêm um maior nível de informação sobre mercados financeiros e produtos financeiros mais facilmente tenderam a investir em activos de risco, dado que apresentam um maior grau de tolerância ao risco (Grable e Joo, 2000; Sung e Hanna, 1996).

A análise bivariada comprovou as hipóteses dez e onze, pois permitiu constatar que existem diferenças significativas das médias das variáveis satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro entre o grupo de investidores em acções e os não investidores. O bem-estar com a situação financeira actual e as expectativas favoráveis

quanto a futuro da sua financeira, aumentam o nível de tolerância ao risco do indivíduo (Xiao, 2007; Kreinin 1959), induzindo neste um sentimento de confiança, o que faz com que supere o receio de correr riscos ao investir em acções. No entanto, a regressão logística não suportou a significância das variáveis satisfação com a situação financeira actual e optimismo financeiro, pelo que o suporte para as hipóteses dez e onze é parcial.

A análise bivarida e multivariada sustentaram a hipótese seis, confirmando que a tolerância ao risco financeiro está relacionada significativa e positivamente com a posse de acções. Com efeito, a análise bivariada mostrou que a proporção dos inquiridos que investe em acções cresce com o aumento do grau de tolerância ao risco financeiro. Similarmente, a tolerância ao risco financeiro aparece com coeficiente positivo no modelo final obtido pela regressão logística, o que indica que quanto maior for o nível de tolerância ao risco financeiro do investidor, maior é a probabilidade deste investir em acções. Este resultado é coerente com diversos artigos (e.g., Schooley e Worden, 1996; Hariharan et al., 2000; Grable e Lytton, 2003) que mostraram que os indivíduos que estão dispostos a correrem mais riscos, tendem a ser mais agressivos nos seus investimentos. Portanto, podemos concluir que a tolerância ao risco financeiro é um factor determinante na escolha de activos com risco, o que denuncia a importância central desta variável na estratégia de alocação de activos (Trone et al., 1996; Frush, 2007; Huang, 2007).

4.5. Conclusão

Neste capítulo foram apresentados e discutidos os resultados do estudo empírico efectuado, através do recurso à ferramenta estatística SPSS.

A verificação das hipóteses dividiu-se em duas partes. Numa primeira parte, analisou-se a relação entre cada uma das variáveis independentes com a detenção de acções. Os resultados da análise bivariada mostraram evidência de que apenas a variável idade não está relacionada significativamente com a variável dependente. Os resultados dos testes estatísticos para as restantes variáveis confirmaram as hipóteses de investigação definidas. Na segunda parte, pretendeu-se avaliar a contribuição conjunta das variáveis para a explicação da formação da intenção de investir em acções. Foi com base na utilização da regressão logística que se conseguiu obter evidência de que as variáveis género, estado

civil, conhecimentos financeiros, tolerância ao risco e conservação são determinantes da intenção de investir em acções por parte dos investidores.

Os resultados obtidos facultaram novos elementos de reflexão relativamente aos estudos existentes, nomeadamente sobre o papel dos valores pessoais na decisão de alocação de activos, explicando em parte, a intenção do indivíduo em investir em acções.

Capítulo 5 – Conclusão

5.1. Introdução

O objectivo principal deste estudo compreendeu examinar a decisão de alocação de activos, em função de um conjunto de variáveis pessoais numa amostra de investidores individuais. Para tal, centrámos a nossa análise na distinção entre os investidores que investem em acções e os que não investem, analisando as características que evidenciam essa segmentação. As variáveis explicativas utilizadas no modelo foram subdivididas em três temas: socio-demográficas, valores pessoais e percepções de ordem financeira.

É de salientar que, tanto quanto sabemos, a literatura não investigou até que ponto os valores pessoais contribuem para a formação de carteiras de investimento. Daí que este trabalho é pioneiro, pois tendo por suporte os valores de ordem superior teorizados e validados por Schwartz (1992, 2005), foi nosso propósito compreender como é que os valores pessoais influenciam o investimento em acções. A justificação para a escolha dos valores pessoais deve-se ao facto desta variável constituir uma linha orientadora das percepções, atitudes e comportamentos dos indivíduos.

Este capítulo parte dos resultados obtidos no capítulo anterior e extrai dele as principais conclusões. Assim, vamos começar por apresentar os principais contributos deste trabalho, nomeadamente as suas implicações para os gestores de investimentos e académicos. Seguidamente, vamos referir algumas limitações inerentes ao trabalho desenvolvido, bem como algumas sugestões para futuros trabalhos no âmbito da presente temática.

5.2. Contribuições do trabalho

A revisão da literatura sobre o tópico em análise forneceu um conjunto de factores que potencialmente poderiam ter influência no desenvolvimento da intenção de investir em acções pelo indivíduo. Estes factores foram organizados num modelo teórico, segundo três contextos diferentes: características socio-demográficas - (1) género, (2) idade, (3) rendimento, (4) estado civil, (5) actividade profissional; valores pessoais – (6) dimensão conservação, (7) dimensão abertura à mudança, (8) dimensão autopromoção; percepções

de ordem financeira – (9) conhecimentos financeiros, (10) satisfação com a situação financeira actual, (11) optimismo financeiro; (12) tolerância ao risco financeiro.

Através da análise bivariada, testámos a relevância de um conjunto de variáveis explicativas do investimento em acções. Os resultados obtidos suportam as hipóteses de investigação para todas variáveis, com excepção da referente à variável idade. Assim, os resultados evidenciaram o seguinte: a propensão para a detenção de acções é maior nos homens, para níveis de rendimentos mais elevados, casados, nos empregados por conta própria ou por conta de outrem, para maiores níveis de abertura à mudança e de autopromoção e para maiores níveis de conhecimentos financeiros, satisfação com a situação financeira actual, optimismo financeiro e tolerância ao risco financeiro. A propensão para a detenção de acções é menor entre as pessoas mais conservadoras.

Para além da análise da relação entre a variável dependente (posse de acções) e as variáveis independentes, pretendeu-se avaliar a contribuição conjunta das variáveis pessoais para a explicação da intenção de se investir em acções. Foi com base na Regressão Logística que se conseguiu obter evidência de que as variáveis género, estado civil, conservação, conhecimentos financeiros e tolerância ao risco financeiro são determinantes da probabilidade de um indivíduo investir em acções. É de salientar a presença da variável conservação no modelo final, o que evidencia o principal contributo deste estudo, pois mostra que os valores pessoais, em conjunto com outros factores, permitem explicar a probabilidade de um investidor deter ou não acções.

Assim, os resultados evidenciaram que a orientação psicológica tem um contributo importante para a explicação da decisão de alocação de activos, pois confirmamos o impacto de novos factores psicológicos, representados pelos valores pessoais, na decisão de investimento em acções.

Este estudo é particularmente relevante para os gestores de investimento e consultores, uma vez que se estes tiverem presente que o investimento realizado pelos investidores particulares é influenciado pelas suas características pessoais, isso irá permitir-lhes estruturar uma carteira que esteja mais adequada ao perfil dos seus clientes. No entanto, estes não se devem apenas concentrar na análise das características socio-demográficas dos seus clientes, segmentando grupos de clientes em função de características comuns, como são o género, a idade, o nível de rendimentos, a profissão, o estado civil e outros. É

necessário ter em atenção a segmentação psicográfica, que consiste em agrupar os clientes de acordo com as suas atitudes, valores e estilos de vida. A consideração conjunta destas características será extremamente útil no momento de abordar os clientes com determinados produtos financeiros.

Além disso, este trabalho de investigação oferece igualmente um contributo para a literatura sobre os valores pessoais e o papel destes na determinação do investimento em acções. Na verdade, os académicos, incluindo professores e investigadores, têm com este estudo evidência de que os valores pessoais afectam a intenção de investir em acções. Desta forma, podem utilizar o instrumento SVS e a teoria de Schwartz para aprofundar o impacto dos valores pessoais nas decisões financeiras.

5.3 Limitações e sugestões para futuras pesquisas

Apesar de se ter obtido sucesso no alcance do objectivo proposto, a presente pesquisa apresenta algumas limitações.

O trabalho tem limitações quanto à qualidade da amostra. Uma amostra maior e mais heterogénea possibilitaria a análise de outras variáveis e poderia levar a resultados diferentes dos encontrados. É de referir também que a utilização de uma amostra por conveniência não permite extrapolar para a população os resultados e conclusões obtidas.

Assim, uma vez que os dados não podem ser generalizáveis à realidade nacional, seria relevante considerar uma amostra representativa dos investidores portugueses e estudar até que ponto os resultados obtidos neste trabalho podem ser generalizados. Uma possibilidade seria utilizar amostras baseadas em bases de dados de instituições financeiras portuguesas, obtendo-se assim um maior número de observações que pudesse ser considerada representativa para o universo português.

O estudo apenas se concentrou na análise do investimento num tipo de activos de risco (acções), pelo que o recurso a uma variável dependente binária apenas permitiu diferenciar os investidores que detêm acções dos indivíduos que não detêm. O nível de investimento nas várias classes de activos não foi objecto de análise. Assim, em futuras investigações seria interessante analisar a percentagem de investimento em cada categoria de activos

financeiros, pois isso permitiria ter uma visão mais ampla da decisão de alocação de activos dos investidores particulares, em função das suas características específicas.

Por último, é de salientar que as limitações deste trabalho associam-se à inexistência de estudos específicos quer a nível nacional, quer a nível internacional, que relacionem os valores pessoais, com o investimento em activos financeiros. Este facto impossibilitou a análise comparativa. Assim, sugerimos também a realização de mais investigações no domínio da temática desenvolvida, com a esperança de que este estudo constitua um estímulo para a expansão dessa pesquisa.

Bibliografia

ABDP - Associação da Bolsa de Derivados do Porto - (1998), *Futuros sobre o Índice PSI-20*.

Ackert, L., Bryan, C. e Basil G. E. (2002). *The asset allocation decision and investor heterogeneity: a puzzle?* Journal of Economic Behavior & Organization, 47 (4), 423-433.

Bajtelsmit, V.L., 1999. *Evidence of risk aversion in the health and retirement study*. AARP Report and Working Paper, Department of Finance and Real Estate, Colorado State University.

Bajtelsmit, V., and Bernasek, A. (1996). *Why do women invest differently than men?* Financial Counselling and Planning, 7, p. 1-10.

Bajtelsmit, V. L., Bernasek, A., e Jianakoplos, N. A. (1999). *Gender differences in defined contribution pension decisions*. Financial Services Review, 8 (1), p. 1-10.

Barsky, R. B., Juster, F. T., Kimball, M. S. e Shapiro, M. D. (1997). *Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the Health and Retirement Study*, Quarterly Journal of Economics, 112 (2), p. 537-579.

Bayston, M.B e Droms, W.G. (2000). *Alocação de ativos para o investidor pessoa física*, ABAMEC, São Paulo.

Bertaut, C. C. (1998). *Stockholding behavior of U.S. households: Evidence from the 1983-1989 Survey of Consumer Finances*, Review of Economics and Statistics, 80(2), p. 263-275.

Bertaut, C. C., e Starr-McCluer, M.(2000). *Household portfolios in the United States*. US Federal Reserve Board. Financial and Economic Discussion Series, working paper no. 2000-26.

Bilsky, W. e Schwartz, S. H., (1987). *Toward a universal psychological structure of human values*. Journal of Personality and Social Psychology, 53, p. 550-562.

Bilsky, W. e Schwartz, S. H. (1990). *Toward a theory of the universal content and structure of values: Extensions and cross-cultural replications*. Journal of Personality and Social Psychology, 53, p.878-891.

Bilsky, W. e Schwartz, S. H. (1990). *Values and personality*. European journal of personality, 8, p. 163-181

Bodie, Z, Kane, A., Marcus, A. J. (2000). *Fundamentos de Investimentos*. 3 ed. Porto Alegre: Bookman.

Brennan, M. e Kraus A. (1978), *Necessary conditions for aggregation in securities markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Setembro, p. 407-418.

Brinson, G., R, Hood, e G. Beebower (1995). *Determinants of portfolio performance*. Financial Analysts Journal, Janeiro/Fevereiro, p. 133-138.

Brinson, G.P., Singer, B.D. e Beebower, G.L. (1986). *Determinants of portfolio performance*. Financial Analysts Journal, Julho/Agosto, p. 39-44.

Brinson, G.P., Singer, B.D. e Beebower, G.L. (1991). *Determinants of Portfolio Performance II: An Update*. Financial Analysts Journal, Maio/Junho, p. 40-48.

Bryman, A. e Cramer, D. (1992), *Análise de Dados em Ciências Sociais*. Oeiras: Celta Editora.

Callan, V. J., e Johnson, M. (2002). *Some guidelines for financial planners in measuring and advising clients about their levels of risk tolerance*. Journal of Personal Finance, Institute of Personal Financial Planning, Kansas State University, 1 (1), p. 31 - 44.

Chang, Y.R (1994). *Saving behavior of U.S. households in the 1980s: Results from the 1983 and 1986 Survey of Consumer Finance*. Financial Counseling and Planning, 5, p. 45-64.

Chen, P. e Finke, M.S. (1996). *Negative net worth and the life cycle hypothesis*. Financial Counseling and Planning, 7, p. 87-96.

Churchill, G. A., Jr. (1979). *A paradigm for developing better measures of marketing constructs*. Journal of Marketing Research, 16(1), 64-73.

Clark, J. M. (1918). *Economics and modern psychology*. Journal of Political Economy, 26 (1), p. 1-30.

Coleman, S. (2003). *Risk tolerance and the investment behavior of Black and Hispanic heads of household*. Financial Counseling and Planning, 14(2), p. 43-52.

Doyle, K. (1999). *The social meanings of money and property: in search of a talisman*. Kenneth O. Doyle; Sage Publications, Thousand Oaks CA.

Droms, W.G. (1987). *Investment Risk and the Individual Investor - Part I*. Asset Allocation for the Individual Investor, Charlottesville, VA: The Institute of Chartered Financial Analysts.

Faaf, Robert W.; Hallahan, T.; Mckenzie, M. D. (2004). *An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance*. Financial Services Review, 13 (1), p. 57-78.

Faerber, E. (2007). *All about stocks*. 3. Ed., McGraw-Hill Professional.

Feather, N. T. (1988). *Values, Valences, and Course Enrollment: Testing the Role of Personal Values Within an Expectancy-Value Framework*. Journal of Educational Psychology, 80 (3), p. 381-391.

Feather, N. T. (1995). *Values, valences, and choice: The influences of values on the perceived attractiveness and choice of alternatives*. Journal of Personality and Social Psychology, 68(6), 1135-1151.

Filippini, R. (1997). *Operations management research: some reflections on evolution, Models and Empirical Studies in OM*. Internacional Journal of Operations & Production Management, 17 (7), p. 655-670

Flynn, L. e Goldsmith, R. E. (1999). *A short, reliable measure of subjective knowledge*. Journal of Business Research, 46 (1), p. 57-66.

Forgas, J. P. (1995). *Mood and judgment: The affect infusion model (AIM)*. Psychological Bulletin, 117, p. 39-66.

Francis, J. C. (1993). *Management of Investments*. 3. Ed., McGraw Hill

Frush, S. (2007). *Understanding asset allocation*, McGraw-Hill Inc.

Gollier, C. (2000). *What does the classical theory have to say about portfolio choice?* in L. Guiso, M. Haliassos and T. Jappelli (eds.) Household Portfolios, MIT Press.

Grable, J. (2000). *Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters*, Journal of Business and Psychology 14, p. 625-629

Grable, J. (2003). *The development of a risk assessment instrument: a follow-up study*. Financial Services Review, 12 (3), p. 257-274

Grable, J. e Joo, S. (1997). *Determinants of risk preference: Implications for family and consumer science professionals*. Financial Economics and Resource Management Biennial, 19-24 (1), p. 61-74.

Grable, J. e Joo, S. (2000). *A cross-disciplinary examination of financial risk tolerance*. Consumer Interests Annual, 46, p. 151-157.

Grable, J. e Lytton, R. H. (1998). *Investor risk tolerance: Testing the efficacy of demographics as differentiating and classifying factors*. Financial Counseling and Planning, 9 (1), p. 61-73.

Grable, J. e Lytton, R. H. (1999). *Financial risk tolerance revisited: The development of a risk assessment instrument*. Financial Services Review, 8, p. 163-181.

Grable, J. e Lytton, R.H. (2003). *The development of a risk assessment instrument: a follow-up study*. Financial Services Review, 12 (3), p. 257-274.

Goldsmith, R.E., Freiden, J.B. e Kilsheimer, J. (1993). *Social values and female fashion leadership: A cross-cultural study*. Psychology and Marketing, 10, p. 399-412.

Gollwitzer, P. M. (1996). *The volitional benefits of planning*. In P. M. Gollwitzer & J. A. Bargh (Eds.), *The psychology of action: Linking cognition and motivation to behavior*, New York: Guilford, p. 287-312.

Gron, A. e Winton, A. (2001). *Risk overhang and market behavior*, Journal of Business 74, p. 591-612.

Guiso, L., Haliassos, M. e Jappelli, T. (2001). *Household Portfolios*. Cambridge: MIT Press.

Gutter, M. , Fox, J. , e Montalto, C. (1999). *Racial differences in investor decision making*. Financial Services Review, 8, 149-162.

Hair, J.R., Josef, F., Anderson, R.E., Tatham, Ronald, L., e Black, W. (1998). *Multivariate Data Analysis*, 5. ed., Upper Saddle River: Prentice Hall.

Haliassos, M. e Bertaut, C., (1995). *Why Do So Few Hold Stocks?*. Economic Journal, Royal Economic Society, 105(432), p. 1110-1129.

Hanna, S. e Chen, P. (1995). *Optimal portfolios: An expected utility/simulation approach*. Proceedings of the Academy of Financial Services, 5, p.1-15.

Hanna, S., Gutter, M. e Fan, J. (1998) *A theory based measure of risk tolerance*. Proceedings of the Academy of Financial Services, p.10–11.

Hariharan, G., Chapman, K.S, e Domian, D.L. (2000). *Risk tolerance and asset allocation for investors nearing retiremen*. Financial Services Review, 9, p.159-170.

Harlow W. V., Brown K. C. (1990). *Understanding and assessing financial risk tolerance: a biological perspective*. Financial Analysis Journal, p. 50-62.

Homer, P. M. e Kahle, L. R. (1988) *A structural equation test of the value–attitude–behavior hierarchy*. Journal of Personality and Social Psychology, 54 (4), p. 638–646.

Huang, Y. (2007). *Racial differences in household's financial asset allocation, 1992-2004*. Faculty of the Graduate School University of Missouri-Columbia, Tese de Doutorado.

Ibbotson, R.G. e Kaplan, P.D. (2000). *Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?* Financial Analysts Journal, 56 (1), p. 26-33.

IC – Instituto do Consumidor (1998). *Aplicações financeiras dos particulares*. Centro de Investigação sobre Economia Financeira do Instituto Superior de Economia Financeira.

Jahnke, W.W. (1997). *The asset allocation hoax*. Journal of Financial Planning, 10(1), p. 109-113.

Kaiser, R.W. (1987). *The dynamics of the investment decision-making process for the individual investor – Part I*. In William G. Droms, ed., *Asset Allocation for the Individual Investor*, Charlottesville, VA: The Institute of Chartered Financial Analysts.

Kleinbaum, D.G. (1994). *Logistic regression – a self-learning text*. New York: Springer-Verlag.

Kreinin, M. E. (1959). *Factors associated with stock ownership*. Review of Economics and Statistics, 41(1), p. 12-23.

LeBaron, D. Farrelly G. e Gula, S. (1989). *Facilitating a dialog on risk: a questionnaire approach*. Financial Analysts Journal, 45 (3), p. 19-24.

Lintner, J. (1965). *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. Review of Economics and Statistics, 47 (1), p. 13-37.

Lipper, A.M. e Busby, M.J. (1987). *The traditional asset classes. Asset allocation for the individual investor*. Charlottesville, VA: The Institute of Chartered Financial Analysts.

Logue, D. e Rader, J. S. (1998). *Managing pension plans: a comprehensive guide to improving plan performance*. Boston: Harvard Business School Press.

Lumpkin, James R. (1985), *Validity of a brief locus of control scale for survey research*. Psychological Reports, 57, p. 655-659.

Malhotra, N. K. (1996). *Marketing research: an applied orientation*. New Jersey: Prentice-Hall

Malhotra, N. K. (2001). *Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada*. Editora Bookman, Porto Alegre

Marconi, M. A. e Lakatos, E. V. (2007). *Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados*. 6. ed., São Paulo, Atlas.

Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*, Journal of Finance, 7 (1), p. 77-97

Markowitz, H. (1959). *Portfolio selection*, Blackwell, Cambridge

Mayo, H. B. (2000). *Investments: an introduction*. Fort Worth, TX: Dryden.

McInish, T. H. (1982). *Individual investors and risk-taking*. Journal of Economic Psychology, 2, p.125-136.

- Modigliani, F. (1986). *Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations*. The American Economic Review, 76, p.297-313
- Morin, R. A. e Suarez, F. (1983). *Risk aversion revisited*. The Journal of Finance, 38, p.1201-1216.
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a capital asset market*. Econometrica, 34 (4), p.768-783.
- Nevins, D. (2003). *Goals-based investing: integrating traditional and behavioral finance*, Research from SEI Investments.
- Quintart, A. e Zisswiller, R. (1994). *Teoria Financeira*, Editorial Caminho, SA.
- Rajamohan, R. R. (2005), *An empirical study on the impact of financial knowledge on household portfolio*. Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=876876>.
- Riley, N. e Russon, M. (1995). *Individual asset allocations decisions and indicators of perceived client risk tolerance*, Journal of financial and strategic decisions, 8, p. 65-70.
- Rokeach, M. (1973) *The nature of human values*. New York: Free Press.
- Roszkowski, M. J., Davey, G., e Grable, J.E. (2005). *Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance*. The Journal of Financial Planning, 18(4), p. 66-75.
- Rusting, C. L., e Larsen, R. L. (1995). *Moods as sources of stimulation: Relationships between personality and desired mood states*. Personality and Individual Differences, 18, p.321-329.
- Schooley, D. K., e Worden, D. D. (1996). *Risk aversion measures: comparing attitudes and asset allocation*. Financial Services Review, 5(2), 87-99.

Schubert, R., Gysler, M., Brown, M. e Brachinger, H. (1999). *Gender and economic transactions - financial decision-making: are women really more risk-averse?* American Economic Review, 89, p. 381–385.

Schwartz, S. H (1992). *Universals in the content of values: theoretical advances and empirical tests in 20 countries*. Advances in Experimental Social Psychology, New York, 25, p. 1-65.

Schwartz, S. H. (1999). *Cultural value differences: Some implications for work*. Applied Psychology: An International Review, 48, p. 23-47.

Schwartz, S. H. (2005). *Basic human values: theory, methods and applications*. The Hebrew University of Jerusalem. Disponível em <http://dpms.csd.auth.gr/emplak/schwartzpaper.pdf>.

Schwartz, S.H e Sagiv, L. (1995). *Value priorities and readiness for out-group social contact*. Journal of Personality and Social Psychology, 69, p. 437-448.

Sharma, S. (1996). *Applied Multivariate Techniques*. John Wiley & Sons. New York.

Sharpe, W. (1997). *Financial planning in fantasyland*. Disponível em: <http://www.stanford.edu/~wfsharp/art/fantasy/fantasy.htm>

Slovic, P. (1966). *Risk taking in children: age and sex differences*, Child Development, 37, p. 169-176.

Sung, J. e Hanna, S. (1996). *Factors related to risk tolerance*. Financial Counseling and Planning, 7, p. 11-20.

Steenkamp, J. B. E. M., Hofstede, F. T. e Wedel, M. (1999). *A cross-national investigation into the individual and national cultural antecedents of consumer innovativeness*. Journal of Marketing, 63 (2), p. 55-69.

Tamayo, A. (2007). *Contribuições ao estudo dos valores pessoais, laborais e organizacionais*. Psicologia: Teoria e Pesquisa, 23, p.17-24.

Tamayo, A. e Porto, J. B. (2005). *Valores e comportamento nas organizações*. Rio de Janeiro: Petrópolis: Vozes

Tobin, J. (1958). *Liquidity preference as behavior towards risk*. Review of Economics Studies, 67, p. 65-86

Triandis, H. C. (1990). *Cross-cultural studies of individualism-collectivism*. J. Berman (Ed.). Nebraska Symposium on Motivation 1989, 37, p. 41-133. Lincoln: University of Nebraska Press.

Trone, D. B., Allbright, W. R. e Taylor, P. R. (1996). *The management of investment decisions*. Chicago: Irwin.

Waddell, F.E. (1987). *Helping clients overcome a fear of financial planning and risk*, Financial Services Times, Março.

Wang, C. (2008), *Household risky assets: selection and allocation*. Graduate School of The Ohio State University, Tese de Doutorado

Wang, H. e S. Hanna (1997). *Does risk tolerance decrease with age*. Financial Counseling and Planning 8(2), p. 27-31.

Xiao, J. (1996). *Effects of family income and life cycle stages on financial asset ownership*. Financial Counseling and Planning, 7, p. 21-30.

Xiao, J. J. (2007), *Handbook of consumer finance research*. Springer Science & Business Media New York.

Yao (2003), *Patterns of financial risk tolerance: 1983 – 2001*. Graduate School of The Ohio State University, Tese de Doutorado.

Young, M. e O' Neill, B. (1992). *Mind over money: the emotional aspects of financial decisions*, Journal of Financial Planning, 5 (1), p. 32-38

Zhong, L. X. e Xiao, J. J. (1995). *Determinants of family bond and stock holdings*. Financial Counseling and Planning, 6, p. 107-114.

Anexo 1

Carta de Apresentação

Exmo(a) Sr(a),

No âmbito de uma tese de mestrado sobre atitudes e comportamentos das pessoas relativos às decisões financeiras, vimos solicitar a sua colaboração através do preenchimento deste questionário.

Ao responder, solicitamos que assinale com uma **cruz (x)** ou um **círculo (O)** a resposta que julgar mais correcta ou apropriada em relação a cada uma das perguntas. Não existem respostas certas ou erradas. A informação fornecida é estritamente confidencial e anónima.

Depois de preencher o questionário, deverá colocá-lo no envelope (que já se encontra selado) e enviá-lo por correio.

O sucesso deste estudo depende muito da sua colaboração, que desde já agradecemos.

(Sílvia Rodrigues)

Se tiver alguma dúvida ao responder a este questionário, por favor contacte-nos:

[email: silro@portugalmail.pt](mailto:silro@portugalmail.pt)

Anexo 2

Questionário

INQUÉRITO ÀS ATITUDES E COMPORTAMENTOS FINANCEIROS

1. Indique o seu grau de concordância ou de discordância com as seguintes afirmações:

		Discordo totalmente	Discordo	Não concordo nem discordo	Concordo	Concordo totalmente
1	Eu considero-me um(a) especialista no que diz respeito a conhecer os diferentes produtos financeiros.	1	2	3	4	5
2	Eu mantenho-me actualizado sobre os assuntos financeiros	1	2	3	4	5
3	Os meus conhecimentos permitem-me avaliar bem os diferentes produtos financeiros	1	2	3	4	5
4	Tenho bons conhecimentos sobre o funcionamento dos mercados financeiros	1	2	3	4	5
5	Frequentemente procuro informação sobre novos produtos financeiros	1	2	3	4	5
6	Quando aplico dinheiro, estou disposto a correr alguns riscos para poder ter um rendimento superior.	1	2	3	4	5
7	Prefiro aplicar o dinheiro em depósitos bancários do que em acções.	1	2	3	4	5
8	Prefiro jogar pelo seguro ao fazer aplicações financeiras.	1	2	3	4	5
9	Ganhar dinheiro com acções e obrigações é uma questão de sorte.	1	2	3	4	5
10	Saber como aplicar o dinheiro é muito complicado.	1	2	3	4	5
11	Quando faço aplicações financeiras, eu estou disposto a correr riscos.	1	2	3	4	5
12	Eu poupo agora para me preparar para quando for mais velho	1	2	3	4	5
13	Eu tenho dinheiro de parte para o caso das coisas correrem menos bem.	1	2	3	4	5
14	Eu faço planeamento financeiro para o futuro	1	2	3	4	5
15	Eu coloco regularmente dinheiro de parte para precaver o futuro	1	2	3	4	5
16	Estou satisfeito com a minha situação financeira actual	1	2	3	4	5
17	Os meus rendimentos actuais permitem-me ter um bom nível de vida	1	2	3	4	5
18	A minha situação financeira permite-me poupar o que desejo	1	2	3	4	5
19	Sinto-me seguro com a minha situação económica/financeira actual	1	2	3	4	5
20	No futuro eu terei uma boa situação financeira	1	2	3	4	5
21	A minha situação financeira futura permitir-me-á satisfazer todos os meus desejos	1	2	3	4	5
22	Eu sou optimista em relação à minha situação financeira futura	1	2	3	4	5
23	No futuro terei uma situação económica/financeira segura.	1	2	3	4	5

2. Considerando o nível de risco que está disposto a assumir quando faz aplicações financeiras, coloque um X na afirmação que melhor o descreve (escolha apenas uma opção):

- 1) Assumo um risco financeiro elevado esperando ganhar uma rentabilidade elevada.
 2) Assumo um risco financeiro acima da média esperando ganhar uma rentabilidade acima da média.
 3) Assumo um risco financeiro médio esperando ganhar uma rentabilidade média.
 4) Não desejo assumir qualquer risco financeiro.

3. Admita que recebe a quantia de 1.000.000€ (1 milhão de euros). Indique como faria a distribuição deste dinheiro pelas seguintes categorias de aplicações financeiras.

- _____% 1) Dinheiro e depósitos à ordem
 _____% 2) Certificados de aforro, depósitos a prazo e outros produtos bancários
 _____% 3) Produtos de poupança reforma e seguros de capitalização
 _____% 4) Obrigações e fundos de obrigações
 _____% 5) Acções e fundos de acções
 _____% 6) Outros, por favor especifique:
 _____% _____
 _____% _____

TOTAL: 100%

v.s.f.f.f

4. A lista que se segue apresenta vários valores pessoais, pretendendo-se avaliar quão importante é para si cada valor como um princípio que orienta a sua vida. Deve perguntar-se a si próprio “quão importantes são para mim estes valores como princípios que orientam a MINHA vida?” Tente diferenciar tanto quanto possível os valores.

	Oposto aos meus valores	Nada importante	Importante					De suprem. importância	
	↓	↓	↓					↓	
1 IGUALDADE (oportunidades iguais para todos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
2 HARMONIA INTERIOR (em paz comigo próprio)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
3 PODER SOCIAL (controlo sobre os outros, domínio)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
4 PRAZER (satisfação de desejos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
5 LIBERDADE (liberdade de acção e pensamento)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
6 UMA VIDA ESPIRITUAL (ênfase nas coisas espirituais e não materiais)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
7 SENTIDO DE PERTENÇA (sentimento de que os outros se importam comigo)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
8 ORDEM SOCIAL (estabilidade social)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
9 UMA VIDA EXCITANTE (experiências estimulantes)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
10 SENTIDO DE VIDA (um objectivo na vida)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
11 POLIDEZ (cortesia, boas maneiras)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
12 FORTUNA (posses materiais, dinheiro)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
13 SEGURANÇA NACIONAL (protecção da minha nação contra os inimigos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
14 RESPEITO PRÓPRIO (crença no seu valor pessoal)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
15 RECIPROCIDADE DE FAVORES (evitar ser deverdor a alguém)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
16 CRIATIVIDADE (ser único, com imaginação)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
17 UM MUNDO EM PAZ (livre de guerra e de conflito)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
18 RESPEITO PELA TRADIÇÃO (preservação dos costumes estabelecidos há muito)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
19 AMOR MADURO (profunda intimidade emocional e espiritual)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
20 AUTO-DISCIPLINA (auto-controle, resistência à tentação)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
21 PRIVACIDADE (ter direito a uma esfera privada)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
22 SEGURANÇA FAMILIAR (segurança para as pessoas que amo)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
23 RECONHECIMENTO SOCIAL (respeito, aprovação dos outros)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
24 UNIÃO COM A NATUREZA (integração com a natureza)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
25 VIDA VARIADA (cheia de desafio, novidade e mudança)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
26 SABEDORIA (uma compreensão madura da vida)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
27 AUTORIDADE (o direito de liderar ou mandar)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
28 AMIZADE VERDADEIRA (amigos próximos e que me apoiem)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
29 UM MUNDO DE BELEZA (beleza da natureza e das artes)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
30 JUSTIÇA SOCIAL (correção da injustiça, ajuda ao mais fraco)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
31 INDEPENDENTE (auto-suficiente, auto-confiante)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
32 MODERADO (evite os extremos nos sentimentos e nas acções)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
33 LEAL (fiel aos meus amigos, grupos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
34 AMBICIOSO (trabalhador árduo, com aspirações)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
35 ABERTO (tolerante com diferentes ideias e crenças)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
36 HUMILDE (modesto, que passa despercebido)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
37 AUDACIOSO (procura a aventura, o risco)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
38 PROTECTOR DO AMBIENTE (preservador da natureza)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
39 INFLUENTE (com impacto nas pessoas e nos acontecimentos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
40 RESPEITADOR DE PAIS E IDOSOS (mostrando respeito, honroso)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
41 ESCOLHENDO AS MINHAS METAS (seleccionar os meus propósitos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
42 SAUDÁVEL (não estar doente física ou mentalmente)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
43 CAPAZ (competente, eficaz, eficiente)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
44 ACEITADOR DA MINHA VIDA (submissão às circunstâncias da vida)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
45 HONESTO (sincero, autêntico)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
46 PRESERVADOR DA MINHA IMAGEM PÚBLICA (proteger a minha reputação)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
47 OBEDIENTE (seguidor dos meus deveres, cumprindo as minhas obrigações)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
48 INTELIGENTE (lógico, racional)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
49 PRESTÁVEL (trabalhando para o bem estar de outros)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7

50 QUE GOZA A VIDA (gostar de comer, sexo, lazer, etc.)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
51 DEVOTO (dedicado à fé religiosa e à crença)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
52 RESPONSÁVEL (fidedigno, de confiança)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
53 CURIOSO (interessado em tudo, explorador)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
54 QUE PERDOA (desculpa os outros)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
55 BEM SUCEDIDO (atingir objectivos)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
56 LIMPO (asseado, arrumado)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
57 SER CONDESCENDENTE COMIGO PRÓPRIO (fazer coisas que me dão prazer)	-1	0	1	2	3	4	5	6	7

5. Por último, solicitamos-lhe alguma informação para efectuarmos uma caracterização do perfil dos entrevistados.

5.1 Idade: ____ anos

5.5 Número de dependentes:

0 1 2 3 4 5 6 ou mais: ____

5.2 Sexo: Feminino Masculino

5.6 Escolaridade:

Licenciatura: _____

5.3 Estado civil:

Solteiro(a)
Casado(a) ou união de facto
Divorciado(a)/Viúvo(a)

Pós-Graduação que frequentou na FEUC: : _____

5.4 Actividade principal:

Trabalhador por conta própria
Trabalhador por conta de outrem
Desempregado
Reformado
Estudante

5.7 Possui casa própria? Sim Não

5.8 Tem neste momento um empréstimo à habitação? Sim Não

5.9 Vive com os pais? Sim Não

6. Rendimento mensal líquido do agregado familiar (No caso de viver com os pais indique o seu rendimento individual):

1) Menos de 1000€	2) 1000-1999€	3) 2000-2999€	4) 3000-3999€	5) 4000 a 4999€	6) 5000€ ou mais
-------------------	---------------	---------------	---------------	-----------------	------------------

7. Considerando as suas aplicações financeiras actuais, indique aproximadamente como estas se encontram repartidas pelos seguintes produtos/aplicações:

_____ % 1) Dinheiro e depósitos à ordem
 _____ % 2) Certificados de aforro, depósitos a prazo e outros produtos bancários
 _____ % 3) Produtos de poupança reforma e seguros de capitalização
 _____ % 4) Obrigações e fundos de obrigações
 _____ % 5) Acções e fundos de acções
 _____ % 6) Outros, por favor especifique:
 _____ % _____
 _____ % _____

TOTAL: 100%

8. Para concluir, indique por favor o seu grau de influência na repartição das suas aplicações financeiras actuais:

Nenhuma (não participei nas decisões)	1	2	3	4	5	Total (decidi sozinho)
--	---	---	---	---	---	---------------------------

FIM. MUITO OBRIGADO PELA SUA COLABORAÇÃO.