
PERCEPÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO

RISK PERCEPTION AT INVESTMENT DECISION MAKING

Afonso Carneiro Lima <<
Universidade de São Paulo

José Augusto Giesbrecht Silveira <<
Universidade de São Paulo

RESUMO

O trabalho, dentro do campo das finanças comportamentais, teve como objetivo investigar a atitude gerencial em relação ao risco, no âmbito de um grupo de empresas algodoeiras localizadas na região central do Estado do Ceará. A pesquisa qualitativa e exploratória examinou a atitude de gestores quanto ao risco, por meio de um questionário fechado e entrevistas não-estruturadas. Influências psicológicas se evidenciaram de algumas formas: os gestores pesquisados associaram risco a resultados negativos, relativos a eventos, não aplicando a abordagem financeira, em especial a consideração da variância nas medidas de probabilidade de risco; entenderam que informações adicionais seriam irrelevantes no que se refere à mitigação da incerteza e do risco associado à decisão de investimento. A pesquisa revelou que estariam propensos a ignorar tanto dados estatísticos quanto oportunidades promissoras; a partir dessas decisões, interpretam o risco de maneira determinista e, assim, negligenciam decisões que possam se firmar como oportunidades futuras.

PALAVRAS-CHAVE

Racionalidade financeira. Teoria da Perspectiva. Risco. Inteligência de risco. Empresas algodoeiras.

Data de submissão: 05 nov. 2008 | **Data de aprovação:** 02 set. 2009 | **Sistema de avaliação:** Double blind review
Universidade FUMEC / FACE. Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho | Prof. Dr. Luiz Cláudio Vieira de Oliveira | Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto

ABSTRACT

The purpose of this paper, under the theme of behavioral finance, was to survey managerial attitude concerning risk in a small set of cotton ginning companies in the central region of Ceará State. This qualitative and exploratory inquiry used a survey based questionnaire and an interview for data collection. A few psychological influences were witnessed: the managers surveyed associated risk to negative outcomes concerning events, not using the financial approach based on variance as a measure of risk probability; neither did they accept information as a source of mitigation of uncertainty or risk in the investment decision. In this way, one can agree they would be prone to ignore historical data and promising opportunities from investment decisions. The investigation pointed that they interpret risk from a deterministic point of view, neglecting decisions that might lead to promising opportunities.

KEYWORDS

Financial rationality. Prospective theory. Risk. Risk intelligence. Cotton ginners.

INTRODUÇÃO

Segundo Knight (1921, p. 19), o termo incerteza deve estar dissociado da noção de risco. Em se tratando do risco, é importante notar um aspecto essencial: em alguns casos, trata-se de uma quantidade suscetível de mensuração – ainda que, em muitos outros, isso não seja possível. Há, no entanto, diferenças cruciais no tratamento desse fenômeno, dependendo em qual dos dois está realmente presente e operante (KNIGHT, 1921, p. 19).

A abordagem teórica de finanças em relação ao risco e à incerteza (baseada na variância) tem como pressuposto a racionalidade dos gerentes em considerar todos os resultados possíveis e analisá-los pelas suas chances de ocorrência (CLEMEN, 1996; KREPS, 2004; GITMAN, 2007). Contudo, essa abordagem geralmente é considerada pouco praticada pelos tomadores de decisão, especialmente porque, no dia-a-dia, cada decisão leva consigo diversos outros fatores a

serem ponderados, além dos ganhos ou perdas monetários (KAHNEMAN, 2003; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Por vezes, os tomadores de decisão estão excessivamente inclinados a encarar os problemas como únicos, negligenciando tanto estatísticas históricas quanto múltiplas oportunidades futuras. São, assim, suscetíveis a dois vieses: suas perspectivas ou projeções de eventos futuros estão geralmente ancoradas em planos e cenários de sucesso em vez de em resultados passados, e assim, demasiadamente otimistas; ou suas avaliações se baseiam em prospectos arriscados e únicos, negligenciando possibilidades de compartilhamento de riscos mostrando-se, dessa forma, tímidos (KAHNEMAN; LOVALLO, 1993; YATES, 1994, p. 52). Ainda de acordo com esses autores, o equilíbrio desses dois vieses afeta a propensão à aceitação de risco em decisões individuais e organizacionais.

Trabalhos realizados em diferentes contextos indicam que gerentes não enxergam a variância como um auxílio na medida de risco; eles não

selecionam um projeto com o maior resultado esperado e com menor desvio padrão de resultados, como sugere a teoria econômico-financeira. Em vez disso, há uma tendência de se concentrarem em análises dos piores resultados possíveis e olharem para o risco como um conceito amplo, não representado fielmente por um número gerenciável.

Problema de pesquisa e objetivo

Um dos setores que mais incorpora um cenário de incertezas no Brasil é o da cotonicultura. Embora tenha conseguido reverter sérios impasses que afetavam sua competitividade no mundo ao longo dos últimos quinze anos – baixa produtividade e tecnologias deficitárias (GORINI; SIQUEIRA, 1997, p. 148) –, tornando-se uma das mais desenvolvidas atualmente (GAMEIRO; BALLAMINUT, 2007, p. 46), a cotonicultura brasileira ainda busca sustentabilidade econômica. Vários são os atores contemplados nesse setor, assim como os caminhos em direção a esse estado desejado. Por parte dos produtores, um desses caminhos seria a profissionalização das atividades ligadas à gestão financeira. Em outras palavras, “é fundamental um gerenciamento econômico-financeiro da produção de algodão e de todas as atividades empresariais dos agricultores” (WEDEKIN, 2007, p. 7).

Partindo-se dessa premissa, coloca-se o seguinte problema de pesquisa: “como a variável ‘risco do investimento’ é interpretada perante gerentes de empresas ligadas à etapa produtiva de beneficiamento de algodão?” Em termos específicos, o trabalho tem como objetivo investigar a atitude gerencial em relação ao risco no âmbito das empresas dessa natureza, localizadas na região central do Estado do Ceará. Além da conveniência amostral, um fato que vem justificar a realização da pesquisa é o não acompanhamento dessa região frente ao

revigoramento do setor em outras regiões do país a partir do final da década de 1990.

Na revisão da literatura, o artigo trata inicialmente do paradigma racional em relação ao risco; em seguida, traz contribuições da abordagem psicológica e, por fim, trata do conceito de inteligência de risco (*risk intelligence*) (APGAR, 2006a, 2006b) que insere a competitividade na análise do risco de investimentos produtivos. Na segunda parte do trabalho, explora-se a metodologia empregada e, em seguida, os resultados dos questionários são comentados. Na última parte, expõem-se algumas conclusões.

Revisão Bibliográfica

O risco segundo a racionalidade financeira

Inerente a toda e qualquer tomada de decisão gerencial, o risco é normalmente percebido como algo negativo, indesejável ou a ser evitado. Em termos gerais, ele vem a ser definido como a possibilidade de perda ou reversão, seja de ganhos, seja de vantagens, diferentemente do que se é esperado de uma decisão ou uma atividade (APGAR, 2006a, p. 11). Sob o ponto de vista específico da administração financeira, de acordo com Gitman (2007, p. 184), “fundamentalmente, **risco** é a possibilidade de perda financeira. Os ativos considerados mais arriscados são os que oferecem maiores possibilidades de perda financeira. [...] Refere-se à variabilidade dos retornos associados a um ativo”.

Várias são as fontes de risco no âmbito da empresa. Uma útil categorização de fontes de risco nesse ambiente é fornecida ainda por Gitman (2007, p. 185) através dos quadros 1 e 2. Esses riscos possuem diversos graus de impacto na organização e seus resultados são sentidos por todos seus *stakeholders*. Entretanto, os chamados riscos específicos da empresa – operacional e financeiro – estão intimamente associados à atividade gerencial.

QUADRO 1 Riscos específicos da empresa

Fontes de risco	Descrição
Riscos específicos da empresa	
Risco operacional	A possibilidade de que a empresa não seja capaz de cobrir seus custos de operação. Seu nível é determinado pela estabilidade das receitas da empresa (fixos) e pela estrutura de seus custos operacionais (variáveis).
Risco financeiro	A possibilidade de que a empresa não seja capaz de saldar suas obrigações financeiras. Seu nível é determinado pela previsibilidade dos fluxos de caixa operacionais da empresa e suas obrigações financeiras com encargos fixos.

FONTE: GITMAN, 2007, p. 185.

QUADRO 2 Riscos para a empresa e acionistas

Riscos para empresas e acionistas	
Risco de evento	A possibilidade de que um evento totalmente inesperado exerça efeito significativo sobre o valor da empresa ou um ativo específico.
Risco de câmbio	A exposição dos fluxos de caixa esperados para o futuro a flutuações
Risco de poder aquisitivo	A possibilidade de que a variação dos níveis gerais de preços, causada por inflação ou deflação na economia, afete desfavoravelmente os fluxos de caixa e o valor da empresa ou de um ativo. Normalmente, as empresas ou os ativos com fluxos de caixa que variam com os níveis gerais de preços apresentam risco mais baixo de variação de poder aquisitivo. Ao contrário, se os fluxos de caixa não variarem de acordo com os níveis gerais de preços, oferecem maior risco de poder aquisitivo.
Risco de tributação	A possibilidade de que mudanças adversas na legislação tributária venham a ocorrer. Empresas e ativos cujos valores são sensíveis a essas mudanças implicam maior risco.

FONTE: GITMAN, 2007, p. 185.

O risco, seja analisado sob uma ótica estritamente financeira, seja sob um enfoque mais geral, possui algumas características que lhe são fundamentais. Segundo Yates (1994, p. 4), alguns elementos críticos para o seu construto são: (a)

perdas potenciais, (b) a importância dessas perdas e (c) a incerteza dessas perdas. Ainda segundo o autor, esses elementos são responsáveis pelo grau de deterioração do valor que pode trazer uma dada alternativa (YATES, 1994, p. 4).

Resumidamente, acerca do risco, pode-se averiguar os seguintes questionamentos:

- que pode acontecer?
- Qual o impacto desse(s) acontecimento(s)?
- Até que ponto ele(s) pode(m) acontecer?

Embora tais questionamentos possam parecer simplórios, suas respostas podem trazer variados graus de complexidade no caso de exigirem análises mais sofisticadas em termos de prospecção.

○ O primeiro questionamento acarreta uma atividade de prospecção intelectual, tendo-se em vista averiguar quais tipos de perdas podem vir a ocorrer. Os dois outros, diferentemente, exigem um exercício mais analítico. A teoria econômico-financeira que trata do risco fornece uma vantagem ao trabalhar a previsão de acontecimentos ou resultados com base em mensurações quantitativas da incerteza (BROSS, 1952; CLEMEN, 1996; KREPS, 2004; YATES, 1994).

A teoria da probabilidade fornece um método para se medir a incerteza. A aplicação dessa teoria aponta para previsão de sistemas que associam a probabilidade com cada resultado possível e essa probabilidade pode ser utilizada para se tomar decisões (BROSS, 1952, p. 53).

Kreps (2004) clarifica a relação quanto ao conhecimento das possíveis consequências de uma decisão e suas respectivas probabilidades. Segundo esse autor, quando as consequências de uma decisão são incertas, mas tais consequências e suas probabilidades são objetivamente conhecidas, a situação envolve risco ou incerteza objetiva; quando os possíveis resultados são conhecidos, mas suas probabilidades não são objetivamente conhecidas, a situação passa a envolver incerteza ou incerteza subjetiva. E quando a lista de possíveis resultados é desconhecida, a situação envolve ambiguidade ou contingências imprevisíveis (KREPS, 2004, p. 366).

As contingências imprevisíveis, ainda segundo esse autor, colocam-se como uma incógnita à modelagem econômica. No entanto, para o que o autor chama de incerteza subjetiva, é possível, através da modelagem econômica, que o tomador de decisão atribua probabilidades a diferentes resultados possíveis, e que considere probabilidades subjetivas precisamente da mesma forma que probabilidades objetivas, computando valores esperados com base em estimativas, sejam estas baseadas numa experiência ou numa “noção geral” (KREPS, 2004, p. 377).

Em grande parte das situações que envolvem a tomada de decisão em investimentos na empresa, esses julgamentos de probabilidades podem ser aplicados a situações futuras. Quando essas probabilidades se fazem disponíveis, pode-se utilizar a abordagem do valor monetário esperado, onde valor esperado de uma alternativa decisória é a soma dos *payoffs* com seus devidos pesos atribuídos.

A teoria econômico-financeira se utiliza do pressuposto da racionalidade do tomador de decisão no momento de análise de opções de investimento. Essa racionalidade leva em conta a preferência por uma opção que lhe traga a maximização de retornos financeiros, mas a consideração de diferentes níveis de variância (ou risco) em situações em que diferentes níveis de retorno é possível. Assim, sua escolha dependerá de sua propensão a incorrer o risco.

Para a análise de possíveis opções de investimento, de seus respectivos retornos e probabilidades de ocorrência, a árvore de probabilidades vem a ser uma útil ferramenta. Sob um foco mais específico, dois métodos comumente tratados na literatura de finanças podem ainda ser utilizados para lidar com o risco de um projeto, a partir da captura da variabilidade das entradas de caixa e dos VPLs: as análises de cenário e de sensibilidade.

PERCEÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO

A análise de sensibilidade pode ser usada para determinar como as mudanças nas probabilidades ou alterações dos *payoffs* afetam uma alternativa recomendada (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2003, p. 636). Sob a ótica financeira, segundo Gitman (2007, p. 367), a análise de sensibilidade engloba inúmeros valores possíveis para certo fator, como as entradas de caixa, por exemplo, em que se avalia o seu impacto no retorno da empresa, medido geralmente pelo VPL. A importância dessa técnica são os parâmetros que ela traz em relação à variabilidade do retorno, considerando as mudanças no fator analisado. “Uma das abordagens de sensibilidade mais comum é estimar VPLs associados a estimativas de entradas de caixa pessimistas, mais prováveis e otimistas. Subtraindo-se o resultado pessimista do VPL otimista, determina-se a amplitude provável de resultado” (GITMAN, 2007, p. 367).

A análise de cenário, similarmente à análise de sensibilidade, pode ser caracterizada por um escopo mais amplo.

Ela avalia o impacto sobre o retorno da empresa de alterações simultâneas de diversas variáveis, como entradas de caixa, saídas de caixa e custo de capital. [...] Cada cenário afetará as entradas de caixa, saídas de caixa e o custo de capital, resultando, portanto, em diferentes níveis de VPL (GITMAN, 2007, p. 368).

Abordagem psicológica em relação ao risco

Apesar da possibilidade de manipulação objetiva, o risco inerente a uma decisão não se trata de algo estritamente objetivo. Ao contrário, ele representa uma interação entre a alternativa e aquele que tomará o risco para si, o que faz dele um construto subjetivo.

Em se tratando de subjetividade em decisões, a Teoria da Perspectiva em muito vem ajudando a compreender como as pessoas tendem a tomar decisões. Essa teoria, disseminada por Kahneman

e Tversky, caracteriza padrões de comportamentos a partir de duas falhas humanas: a emoção, que em muitos casos destrói o autocontrole, imprescindível à tomada de decisões racionais; e o fato de que as pessoas muitas vezes não conseguem entender plenamente com o que estão lidando, isto é, apresentam dificuldades cognitivas (BERNSTEIN, 1997, p. 271).

O modelo racional descreve as decisões no âmbito dos negócios como escolhas entre apostas com resultados financeiros e assume que o julgamento dos gerentes, quanto à probabilidade, segue a teoria bayesiana, e que suas escolhas maximizam a utilidade ou o bem-estar do decisor. De acordo com esse modelo, os riscos que não dependem dele são reconhecidos e aceitos, uma vez que são compensados pela possibilidade de ganhos (KAHNEMAN; LOVALLO, 1993).

A abordagem psicológica referente ao risco vai ao encontro de peculiaridades presentes na tomada de decisão gerencial, não tidas como “racionais” e baseia-se no princípio de aversão à perda a partir da decisão tomada. Segundo Kahneman e Tversky (1979), esse conceito sugere que a experiência ou heurística é um fator preponderante no que diz respeito ao risco na tomada de decisão.

Conforme coloca Bernstein (1997, p. 272),

tendemos a ignorar os componentes comuns de um problema e concentramo-nos em cada parte isoladamente [...]. Temos dificuldade em reconhecer quanta informação é suficiente e quanta é excessiva. Damos atenção demais a eventos de baixa probabilidade, mas altamente dramatizados, e negligenciamos eventos de ocorrência rotineira. Tratamos diferentemente os custos e os prejuízos não-ressarcidos, embora tenham o mesmo impacto sobre a riqueza.

Em se tratando de pesquisas que abordam o risco na atividade gerencial, March e Shapira

(1987) apontam para uma relação de dependência, entre o comportamento do gerente em relação à propensão ao risco e desempenhos recentes de decisões passadas; além disso, sugerem que o risco é enxergado pelos executivos como um conceito multidimensional, o qual não pode ser reduzido significativamente a um valor objetivamente identificado.

A partir desse ponto, verifica-se uma distância entre o que os gestores consideram como risco e o tratamento acerca do risco encontrado na teoria econômico-financeira. Uma outra pesquisa que ajuda a ilustrar tal ponto é a de MacCrimmon e Wehrung (1990). Esses autores, ao entrevistarem 509 executivos no Canadá e nos Estados Unidos, descobriram que os gerentes tendiam a associar o termo risco à exposição a acidentes ou perdas, e que situações de risco geralmente poderiam ser representadas por ausência de controle, ausência de informação e falta de tempo.

A partir desses estudos pode-se ter uma ideia de que não são poucos os fatores que parecem influenciar o comportamento em relação ao risco.

Para decisões importantes no âmbito da empresa, Yates (1994, p. 54), exhibe três estratégias que podem levar a uma identificação eficaz de riscos, minimizando assim os efeitos da subjetividade. A primeira delas é a sondagem ativa, que consiste numa procura constante, por parte dos gerentes, por possíveis perdas ou reverses. Essa estratégia pode exigir várias sessões de discussão e seus resultados devem ser gravados. A segunda estratégia é a simulação. Considerando que perdas potenciais não são identificáveis num primeiro momento, a simulação pode antecipar riscos que muitos podem apenas ter uma noção a partir da experiência. A terceira estratégia é a consulta. A procura por consultoria de profissionais especializados, que tenham guardado experiências quanto a situações passadas que

envolvam perdas, pode vir a ser um valioso ativo no tocante à análise de risco gerencial.

Inteligência de risco

A terceira parte da revisão bibliográfica encerra a discussão sobre o risco inerente à gestão de investimento nas empresas, tratando acerca da importância de sua análise como fator de competitividade sob a visão de Apgar (2006a, 2006b). A identificação de riscos potenciais, suas respectivas mensurações (objetivas ou não), e o reconhecimento de influências comportamentais na maneira de analisá-los são etapas importantes para um estágio de aprendizado, de maneira a torná-los menos intensos, ou, mesmo, descaracterizá-los como risco. Esse estágio se refere ao conceito de inteligência de risco (APGAR, 2006a, 2006b), uma ferramenta a serviço da competitividade.

O apelo competitivo a partir da globalização exige novas maneiras de pensar a organização e, conseqüentemente, as decisões de seus administradores. As atitudes dos tomadores de decisão se mostram essenciais, uma vez que uma prudência excessiva pode levar à perda de oportunidades muitas vezes únicas; por outro lado, a ousadia agressiva pode levar uma grande estrutura empresarial a grandes perdas. Além disso, sob uma ótica estratégica, há o fato de que gerentes podem estar assumindo certos riscos que deveriam estar evitando e evitando outros que possam estar sendo assumidos (APGAR, 2006b).

Geralmente, o modelo de priorização de muitos projetos se dá através da medida de retorno potencial ou valor. Entretanto, um modelo baseado no risco tem bastante utilidade na escolha de projetos, considerando o fato de que

Riscos operacionais não são aleatórios, mas assimilados. Por exemplo, algumas empresas são capazes de aprender mais do que outras quanto a riscos de fluxo de trabalho ou processos-chave de negócios,

PERCEÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO

embora o risco ainda possa tornar os resultados de um projeto imprevisíveis. Mesmo assim, algumas organizações se dispõem a aprender mais rapidamente do que outras acerca do que gera o risco. Tais organizações deveriam buscar uma combinação mais rica de projetos cujos riscos são mais incorporados do que projetos que possuam outros tipos de risco que ela não possua nenhuma vantagem em julgar (APGAR, 2006b).

As vantagens e desvantagens que se têm em julgar diferentes tipos de riscos, que podem ser assimilados, se desdobram no que Apgar (2006a, 2006b) chama de inteligência de risco (*risk intelligence*), que varia de organização para organização e, dentro de uma organização, de um tipo de risco para outro. Trata-se, mais ou menos, de uma competência central (*core competence*) de um indivíduo, time, ou organização. É, geralmente, mais restrita do que a experiência ou informação, mas mais ampla do que qualquer *know-how* prático (APGAR, 2006a, p. 20).

O conceito de risco “assimilável” (*learnable risk*), que o autor coloca, é aquele que se pode transformar em menos incerto, dadas as disponibilidades de tempo e recursos para se aprender mais acerca dele. Por outro lado, riscos aleatórios (*random risks*) são aqueles que independentemente de qualquer análise de causa ou geração, faz-se menos incerto (APGAR, 2006a, p. 25-26).

Talvez, a ideia mais valiosa que Apgar (2006a, 2006b) coloca é a de que

a possibilidade de que essa competência de julgamento possa determinar o sucesso num projeto arriscado é a razão para que se deva separar riscos, que possam ser aprendidos ou assimilados, daqueles que são aleatórios. Diferentes pessoas e diferentes organizações possuem diferentes informações e níveis de aptidão em julgar quaisquer novas classes de risco. Mas isso significa que algumas pessoas e algumas organizações podem

desenvolver uma vantagem competitiva em julgar esses riscos (APGAR, 2006a, p. 43).

Metodologia

As cinco empresas pesquisadas possuem fortes similaridades. Todas elas são empresas familiares, de pequeno porte, e o papel gerencial está concentrado numa única pessoa, o proprietário, embora as decisões relacionadas a investimentos sejam tomadas envolvendo mais membros da família e de maneira consensual.

A pesquisa utilizou a abordagem qualitativa e enquadra-se como exploratória, já que teve como propósito um contato inicial com a situação ou fenômeno a ser pesquisado, assim como promover o pesquisador de maior conhecimento sobre o objeto de estudo ou problema de pesquisa levantado (GIL, 2006, p. 43; TRIVIÑOS, 1987, p. 109).

A coleta de dados se deu a partir de um questionário estruturado, adaptado a partir de Helliar, Power e Sinclair (2005) e dividido em duas seções, e também a partir de uma entrevista não-estruturada.

Em relação ao questionário, a primeira seção tratou da percepção do risco a partir de uma escala gradativa. Na segunda seção, procurou-se examinar o comportamento dos gerentes quanto ao risco. Assim, foi-lhes solicitado tomarem decisões baseadas em cenários de risco associados a decisões de investimento, levando-se em conta a realidade do setor. Os resultados obtidos na primeira parte ajudaram a compreender como os gerentes definem risco, assim como identificar aqueles fatores que influenciam suas atitudes quanto ao risco. A segunda parte revelou como a representação de um cenário afetaria a decisão tomada por eles.

A entrevista não-estruturada buscou pormenores acerca do “estilo gerencial”, que

pudessem ser comparados às informações obtidas através dos questionários.

Análise dos resultados

O Quadro 3 exhibe a pontuação fornecida pelos gerentes em relação a cada quesito em que suas opiniões são demandadas acerca do risco em algumas decisões. Para tal fim, foi utilizada uma escala de cinco pontos, com 1 indicando “sem risco” e 5 indicando “muito arriscado”. Apenas uma das dez opções tratadas foi encarada pelos respondentes como não sendo associada ao risco: para eles, na medida em que a decisão era vista como um compromisso pessoal, suas impressões acerca do risco não seriam influenciadas, isto é, observa-se um ofuscamento do risco pela autoconfiança. Nos outros itens, há indícios de os gerentes acreditarem que as situações descritas ou aumentavam ou diminuam o risco da decisão.

Os fatores que tiveram pontuação média acima de 3 foram considerados como aumentadores de risco, como por exemplo “quanto maior a diferença em relação aos resultados (positivos ou negativos) que possam resultar de uma decisão”; “quanto maior a possibilidade de um projeto ficar sujeito a perdas no futuro” e “quanto maior a grandeza de qualquer perda possível resultante de uma decisão”. O primeiro desses fatores está associado às considerações acerca do risco, na literatura baseada no desvio padrão dos resultados. Entretanto, o segundo e o terceiro fator, com respectivas médias de 3,6 e 4,6, sugerem uma consistência do ponto de vista dos tomadores de decisão com comportamentos baseados na aversão à perda, ou em análises de cenários pessimistas (KAHNEMAN; LOVALLO, 1993), oriunda da definição psicológica do risco.

QUADRO 3
Percepção gerencial em situações de risco - resultados

Utilizando uma escala de 1 a 5, por favor indique o nível de risco quaisquer decisões tomadas teriam tendo em vista as seguintes situações	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E
Quanto mais informações eu tiver disponíveis que sejam relevantes para uma decisão	2	3	2	2	2
Quanto maior minha habilidade em quantificar possíveis resultados de uma decisão	1	2	2	2	2
Quanto maior o controle eu ter sobre uma situação	1	2	1	1	1
Quanto maior minha competência acerca dos fatores envolvidos numa situação de risco	1	2	2	1	1
Quanto mais eu consulto outros empresários do ramo ou especialistas no assunto	2	3	2	2	3
Quanto mais eu enxergo a decisão como um compromisso pessoal	1	1	1	1	1
Quanto maior for o potencial de lucro de uma decisão	3	4	2	3	3
Quanto maior a diferença em relação aos resultados (positivos ou negativos) que possam resultar de uma decisão	4	3	3	3	3
Quanto maior a possibilidade de um projeto ficar sujeito a perdas no futuro	4	3	4	3	4
Quanto maior a grandeza de qualquer perda possível resultante de uma decisão	5	5	5	4	4

FONTE: Adaptado de Helliar *et al.* (2005).

PERCEPÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO

O Quadro 3 aponta ainda para algumas iniciativas que, ao serem tomadas, poderiam reduzir o risco associado à decisão: obtenção de mais informações, quantificação de possíveis resultados, maior controle sobre determinada situação, o emprego de competências. Todos esses fatores, relativos às cinco empresas, obtiveram média abaixo de três, o que indica que foram percebidos como redutores de risco.

No Quadro 4, referente à segunda parte do questionário, procurou-se investigar se os gerentes consideravam o risco decisório de maneira isolada ou se os consideravam relacionados. A eles foi solicitado escolher uma opção em duas situações diferentes. Dos cinco, três escolheram a opção A, na primeira decisão; e todos eles optaram pela opção C, na segunda decisão. Uma vez que o par de decisões que fornece um maior valor esperado é a combinação de B e C, observa-se que os gerentes tenderam a considerar cada decisão isoladamente, não encarando a relação entre os *payoffs* dos problemas.

QUADRO 4 Percepção gerencial em situações de risco

Decisão (1): escolha entre

(A) Um lucro certo de R\$ 150.000,00

(B) 25% de chance de um lucro de R\$ 500.000,00 e 75% de chance de não ganhar nada.

Decisão (2): escolha entre

(C) um prejuízo certo de R\$ 150.000,00

(D) 75% de chance de prejuízo de R\$ 500.000,00 e 25% de chance de não perder nada.

FONTE: Elaborado pelos autores.

As entrevistas revelaram informações significantes, além de outras semelhantes àquelas evidenciadas através dos questionários. Elas trataram de experiências de investimento passadas e evidenciaram em maior grau os seguintes aspectos: os gestores entendiam que o compartilhamento de informações com outros empresários do segmento não se mostrava, em suas concepções, como fator diminuidor de riscos;

quatro dos gestores explicitaram que informações para a tomada de decisão assim como a quantificação de resultados decisórios não se mostravam úteis como diminuidores de risco; todos eles enfatizaram seus esforços pessoais e dificuldades superadas em situações em que obtiveram retornos bastante favoráveis monetariamente em projetos realizados.

CONCLUSÕES

O presente trabalho procurou examinar a atitude de gestores quanto ao risco por meio de um questionário e de entrevistas não estruturadas.

As influências psicológicas em relação aos gestores das empresas consideradas no estudo se evidenciaram de algumas formas. A primeira delas diz respeito à associação constante do risco a perdas, mesmo sendo esse risco passível de mensuração objetiva. Assim, pode-se afirmar que os gestores estariam propensos a ignorar experiências passadas, assim como oportunidades promissoras, em termos de retorno, nas decisões de investimento. Outro aspecto que merece destaque é a concepção, por parte dos gestores, de que informações adicionais não teriam efeito relevante no que se refere à mitigação da incerteza e do risco associado à decisão de investimento. Tal observação aponta para uma interpretação determinista acerca do risco do investimento, de maneira que a tarefa de discriminação das várias fontes de risco não é considerada e, assim, os gestores negligenciam decisões que possam se firmar como oportunidades futuras.

Além dessas observações, houve falha por parte dos gestores em considerar interdependências cruciais, assim como dependência a partir de relações não embasadas. Os gestores associaram risco a resultados negativos associados a eventos, não aplicando a abordagem de análise presente na teoria econômico-financeira, em especial a consideração da variância nas medidas de probabilidade de risco.

Embora tais aspectos se assemelhem a estudos prévios realizados em outros cenários, como em MacCrimmon e Wehrung (1990) e March e Shapira (1987), não se poderia ter uma comparação fiel, dado o número de indivíduos pesquisados e seus diferentes perfis. Além disso, um detalhe importante que pode ter influenciado os resultados seria que, nos casos aqui considerados, a figura do gerente se confunde com

a do proprietário da empresa. Mesmo assim, tal investigação se mostrou pertinente na medida em que evidenciou aspectos relacionados ao estilo gerencial em empresas da região e desse segmento, importantes para a compreensão de certos aspectos ligados à competitividade.

A partir das entrevistas, pode-se concluir que, como principais fontes de risco, os gestores relataram impossibilidade de se manterem custos operacionais sob controle, assim como a não-uniformidade de receitas, ambas ocasionadas particularmente pela falta de matéria-prima (algodão em caroço) que atenda a certos parâmetros de qualidade específicos. Além desses riscos, a impossibilidade de saldar obrigações junto a instituições financeiras se mostrou como um aspecto preocupante por parte dos gestores. O conceito de *risk intelligence* (APGAR, 2006a; 2006b), nesse sentido, pode vir a ser bastante útil como direcionador de uma gestão mais ativa no que se refere à administração de riscos operacionais e financeiros (GITMAN, 2007, p. 185). A correta identificação deles, assim como sua consideração no processo decisório, pode levar os gestores a agirem no sentido de mitigá-lo ou eliminá-lo. Nesse caso, sugerem-se ações que possam garantir tanto a regularidade quanto a conformidade da matéria-prima: a formação de um centro de treinamento e apoio no que se refere a aspectos técnicos de cultivo, manutenção da lavoura, colheita, armazenagem e logística, voltado especificamente para agricultores e, ou, produtores locais; a instituição de uma agência local de classificação de matéria-prima processada (algodão em pluma) que utilize tecnologias modernas de classificação de acordo com padrões universais de qualidade.

Iniciativas como essas, na medida em que vão de encontro a algumas das causas dos riscos, podem ser consideradas fruto de uma “gestão baseada no risco”. Dessa forma, os riscos são identificados, compreendidos e ações gerenciais são trabalhadas em torno deles, de maneira que

PERCEPÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO

os gestores tornem cada vez mais prováveis os resultados em que apostam, ou os retornos que esperam de seus projetos.

Afonso Carneiro Lima
Universidade de São Paulo
Mestrando em administração pela USP

Endereço
Fundação Instituto de Administração - USP
Rua José Alves da Cunha Lima, 172 - Butantã
05360-050 - Sao Paulo, SP - Brasil
www.fia.com.br
afonsolima@usp.br

José Augusto Giesbrecht Silveira
Universidade de São Paulo

Endereço
Av. Professor Luciano Gualberto, 908, Edifício
FEA1, sala G-121 - Cidade Universitária
05508900 - Sao Paulo, SP - Brasil
Telefone: (11) 30916045 Ramal: 6045
Fax: (11) 38136467
<http://www.fea.usp.br>
www.ead.fea.usp.br
jags@usp.br

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **An introduction to management science:** quantitative approaches to decision making. 10th ed. Mason, Ohio: Thomson, 2003.
- APGAR, D. Risk intelligence for project prioritization. **Industrial Management**, [S. l.], v. 48, n. 6 Nov./Dec. 2006.
- APGAR, D. **Risk intelligence:** learning to manage what we don't know. [S. l.]: Harvard Business School Press, 2006.
- BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses:** a fascinante história do risco. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.
- BROSS, I. D. J. **Design for decision.** New York: Macmillan, 1953.
- CLEMEN, R. T. **Making hard decisions:** an introduction to decision analysis. 2nd ed. Belmonte, Ca: Duxbury Press, 1996.
- GAMEIRO, A. H.; BALLAMINUT, C. E. Desenvolvimento da cotonicultura nacional. **Cotton Business**, [S. l.], ano 1, n. 4, Maio 2007.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas em Pesquisa Social.** São Paulo: Atlas, 2006.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2007.
- GORINI, A. P. F.; SIQUEIRA, S. H. G. **Complexo têxtil brasileiro.** BNDES Setorial, Brasília, nov. 1997.
- HAGUENAUER, L.; BAHIA, L. D.; CASTRO, P. F. de; RIBEIRO, M. B. Evolução das Cadeias Produtivas Brasileiras na Década de 90. **Texto para discussão n. 786.** Ipea, Brasília, abr. 2001.

HELLIAR, C. V.; POWER, D. M.; SINCLAIR, C. D. Managerial "irrationality" in financial decision making. **Managerial Finance**, [S. l.], v. 31, n. 4, 2005.

KAHNEMAN, D. A Psychological Perspective on Economics. **The American Economic Review**, v. 93, n. 2. Papers and Proceedings of the One Hundred Fifteenth Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, DC, January 3-5, 2003; p. 162-168, May 2003.

KAHNEMAN, D.; LOVALLO, D. Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking. **Management Science**, [S. l.], v. 39, n. 1, Jan. 1993.

KNIGHT, F. H. **Risk, uncertainty and profit**. Boston: Houghton, [s. d.].

KREPS, D. M. **Microeconomics for Managers**. New York: W.W. Norton, 2004.

MACCRIMMON, K. R.; WEHRUNG, D. A. Characteristics of risk taking executives. **Management Science**, [S. l.], v. 36, n. 4, p. 422-435, 1990.

MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial perspectives on risk and risk-taking. **Management Science**, [S. l.], v. 33, n. 11, p. 1404-1418, 1987.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

WEDEKIN, I. Cenário de competitividade e incertezas. **Cotton Business**, [S. l.], ano 1, n. 5, Jun. 2007.

YATES, J. F. **Risk-taking behavior**. New York: Wiley, 1994.

