

ANTECEDENTES DA INTENÇÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES POR PESSOAS FÍSICAS

ANTECEDENTS OF THE INTENTION TO INVEST
IN SHARES BY INDIVIDUALS

JOÉLCIO BRAGA DE SOUSA
joelciobs@gmail.com

SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS
sbastos@fucape.br

RESUMO

O objetivo foi identificar os antecedentes da intenção da aplicação em ações de empresas negociadas na B³ por pessoas físicas, tendo a Teoria do Comportamento Planejado como lente teórica. Os dados foram tratados por meio de estatística descritiva, regressão linear múltipla, teste de hipótese e análise de variância. Os resultados indicaram que existe uma relação positiva entre a importância dada ao nível de governança corporativa e a intenção de aplicação em ações. Para os investidores que dão maior importância à governança, somente o controle comportamental percebido não se mostrou positivamente relacionado à intenção de aplicação em ações. Nenhuma conclusão pôde ser observada para os que dão menor importância à governança. Adicionalmente, a partir de autodeclarações, observou-se que não houve diferença significativa entre os perfis conservador e moderado. Este estudo contribui para a literatura de gestão de investimentos.

Palavras-chave: Investimentos. Ações. Pessoas Físicas. B³. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The objective was to identify the antecedents of the intention to invest in shares of companies traded on B³ by individuals, using the Theory of Planned Behavior as a theoretical lens. Data analysis comprised descriptive statistics, multiple linear regression, hypothesis testing, and analysis of variance. The results indicated a positive relationship between the importance given to the level of corporate governance and the intention to invest in shares. For investors who give greater prominence to the matter, only the perceived behavioral control was not positively related to the investing purpose. There were no conclusions for those who give less importance to governance. Additionally, from self-declarations, it was observed that there was no significant difference between the conservative and moderate profiles. This study contributes to the finance management literature.

Keywords: Investments. Shares. Individuals. B³. Corporate Governance.

1 INTRODUÇÃO

A taxa básica de juros no Brasil (taxa Selic) é referência para aplicações de renda fixa e títulos do Tesouro Nacional, contribuindo historicamente para uma cultura de investidores de baixo risco e com retornos acima da inflação. Logo, em contexto de alta da taxa Selic há limitações aos demais ativos financeiros, como os de renda variável (Oliveira & Costa (2013)). A relação inversamente proporcional entre a taxa Selic e a valorização do mercado acionário brasileiro, cujos ativos são negociados na B³ (Bolsa, Brasil, Balcão), é evidenciada por Oliveira e Costa (2013), ao apontar que a cada 1% de aumento na taxa Selic há um impacto negativo de 3,28% no índice BOVESPA da B³.

Conforme o histórico do perfil de investidor de pessoas físicas de julho de 2019, disponibilizado pela B³, em 2002 havia 85.249 CPF (Cadastro de Pessoa Física) cadastrados em algum agente de custódia. Já em 2019, esse número subiu para 1.244.953 (B³, 2019). Essa evolução é paralela à redução da taxa de juros que ocorreu a partir de agosto de 2015, quando a taxa Selic foi estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Bacen (Banco Central do Brasil) em 14,25% a.a., chegando a 2,00% a.a. em janeiro de 2021 (Bacen, 2021).

Silva e Yu (2009) e Zhang, Ji e Li (2017) indicam que o processo decisório, principalmente sob a ótica de ganhos com investimentos, resulta de um *trade - off* entre o consumo atual e o futuro, orientando-se por premissas de otimização e suportado pela hipótese da racionalidade objetiva. Tal processo que tem por base o conceito de custo de oportunidade, em que uma decisão de investimento corresponde ao ganho que pode vir a ter em uma aplicação "x" em detrimento de uma aplicação "y" (Zhang, Ji, & Li, 2017; Plantinga, Krijnen, Zeelenberg, & Breugelmans, 2017).

Pesquisas mostram uma atenção com a tomada de decisão de investimentos (Heukelom, 2010; Becker & Murphy, 2007), porém não exploram seus antecedentes, especialmente no caso brasileiro. Além disso, há que explorar a percepção de importância dada à governança corporativa das empresas na decisão de aplicação em ações (Mohamed, 2016). Assim, este trabalho tem o objetivo de identificar os antecedentes da intenção da aplicação em ações de empresas negociadas na B³ por pessoas físicas. Para tal, utiliza-se como lente teórica a Teoria do Comportamento Planejado (TCP), anteriormente utilizada em estudos como: a decisão dos investidores indianos no mercado de capitais (Raut, Das, & Kumar, 2018); a atitude em relação ao investimento (Wood & Zaichkowsky, 2004; Fünfgeld & Wang, 2009), o controle comportamental percebido de investidores (Shih & Fang, 2004); e a ênfase às normas subjetivas na área de investimentos financeiros (Croy, Gerrans, & Speelman, 2010; Koropp, Kellermanns, Grichnik, & Stanley, 2014).

Do ponto de vista teórico, espera-se contribuir para o campo de gestão de investimentos, especificamente quanto ao comportamento dos investidores. Já do ponto de vista prático, espera-se que seja útil aos profissionais do mercado financeiro e às empresas que entendem os benefícios da percepção de seus modelos de governança para a captação de recursos de acionistas. Os resultados podem auxiliar na elaboração de estratégias que visem gerar melhor percepção de risco e abordagens específicas junto a potenciais investidores pessoas físicas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria do Comportamento Planejado (TCP)

A TCP (Teoria do Comportamento Planejado) baseou-se na TAR (Teoria da Ação Racional), de Martin Fishbein (Ajzen & Fishbein, 1970). A TCP foi proposta por Ajzen por pressupor que as metas comportamentais não estavam ligadas somente à intenção, mas também ao controle comportamental percebido (Ajzen, 1985). As normas subjetivas estão relacionadas à percepção do indivíduo de como terceiros vão ou não avaliar um comportamento em questão (Herrero-Crespo & Rodríguez-del-Bosque, 2008; Ibrahim & Arshad, 2017). A atitude se origina das crenças que o indivíduo tem sobre um determinado comportamento e da relevância dessas crenças (Dayaratne & Wijethunga, 2015).

Segundo Sarkar e Sahu (2018), a atitude do investidor por vezes pode vir a ser influenciada por outras variáveis na hora de aplicar em ações, como dividendos, rentabilidade, fatores demográficos, conscientização e atitude ao risco. Os mesmos autores afirmam que existem heurísticas que podem influenciar na percepção do investidor. São eles a heurística de ancoragem, a disponibilidade e a representatividade, que podem levar o investidor a erros sistemáticos. O viés de ancoragem, de acordo com Tversky e Kahneman (1974) e Fridson (2007), é um tipo de viés que leva o indivíduo a fixar as suas decisões em premissas iniciais que podem afetar o seu julgamento. A heurística disponibilidade, de acordo com Tversky e Kahneman (1974) e Ngoc (2014), é uma heurística também conhecida como atalho mental que faz com que o indivíduo se baseie nas informações de mais fácil acesso. A heurística de representatividade, de acordo com Ritter (2003) e Shefrin (2008), leva os indivíduos a valorizarem as experiências mais recentes e se baseiam em estatísticas que não são adequadas a uma determinada situação.

Smith e Huettel (2010) consideram que em decisões cotidianas, o cérebro atua de forma rápida sem raciocinar sobre os possíveis entraves existentes; são atalhos mentais (Gary & Wood, 2011). Estudos relacionados à tomada de decisões na aplicação de mercado de capitais mostram que homens têm uma propensão para aplicação em produtos de tolerância ao risco maior que as mulheres (Gilliam, Chatterjee, & Zhu, 2010).

Boa parte das decisões tomadas pelas pessoas, são baseadas em crenças, que se sustentam com base em uma subjetividade probabilista (Tversky & Kahneman, 1974). Junta-se a isso a norma subjetiva é a pressão externa percebida para executar determinado comportamento ou não e que como preditor tem o maior peso na intenção de investir (Alleyne, 2011). Segundo Dayaratne e Wijethunga (2015), existe um peso muito grande de familiares, amigos, mídia e de assessores individuais na percepção do investidor individual na hora das suas aplicações no mercado de ações. Ou seja, enquanto o usuário não se sentir confortável em relação a um determinado produto, esse tende a se respaldar em experiências anteriores com produtos similares para decidir ou não a aquisição de determinado produto ou serviço (Billeter, Kalra, & Loewenstein, 2011; Rosenzweig & Critcher, 2014).

O controle comportamental percebido, de acordo com Ajzen (2011), refere-se à percepção das pessoas sobre a facilidade ou dificuldade de realizar um determinado comportamento ou não. De acordo com Raut *et al.* (2018), a intenção comportamental do indivíduo indica se sua percepção será positiva ou não em relação a um determinado comportamento. Já Wood e Zai-chkowsky (2004) e Fünfgeld e Wang (2009) mostram que pessoas com diferentes níveis de tole-

rância ao risco tratam-no de forma diferente resultando em intenções distintas de investimentos. No âmbito das decisões, o controle comportamental tem um impacto significativo na intenção dos investidores em aplicar em ações (Blanchard *et al.*, 2008; Mahastanti & Hariady, 2014).

No contexto da TCP, o controle comportamental percebido consegue prever entre 28% e 32% da variação de um determinado comportamento (Armitage & Conner, 2001; Trafimow, Sheeran, Conner, & Finlay, 2002). No caso de investidores em ações, atitude e controle comportamental percebido são preditores que podem auxiliar na previsão tanto a intenção dos investidores como o seu comportamento (Pascual-Ezama, 2013).

Investidores podem se interessar em aplicar em uma determinada empresa quando tiverem tempo e habilidade suficientes para avaliá-la. A intenção em investir está positivamente ligada a compra de ações desde que o investidor tenha tempo hábil para sua avaliação tendo por base como métricas, retorno sobre o patrimônio, taxa de pagamento e dividendos (Ali, 2011). A intenção, de acordo Ajzen (1985), é precedida por atitudes, normas subjetivas e controle comportamental percebido. Segundo Adam e Shauki (2014), a crença dos investidores está muito relacionada a suas crenças sobre o risco e retorno. A intenção é parcialmente explicada pelas atitudes e o alto controle, além de que as informações obtidas de pessoas relevantes também podem influenciar a intenção comportamental de se aplicar em ações (Palamida, Xanthopoulou, Papagiannidis, & Stamati, 2016).

A TCP é uma teoria que há muitos anos tem suas abordagens ampliadas, sejam elas relacionadas à saúde, mudança de comportamento ou fatores psicossociais, segundo Xin, Liang, Zhanyou e Hua (2019). Essa ampliação da TCP também chegou ao setor financeiro, como evidenciada por Raut *et al.* (2018) ao propor verificar a aplicabilidade da TCP na intenção comportamental de investidores indianos no mercado de capitais. Contudo, além dos fatores aqui mencionados, existem os demográficos que também afetam o comportamento do investidor em ações como sexo, idade e renda, como evidenciados por (Mittal & Vyas, 2008).

2.2 Governança Corporativa

De acordo com Mohamad e Sori (2011), o primeiro conjunto de padrões internacionais aceitáveis de governança veio por meio da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), em 1999, com foco principalmente na estrutura de relacionamento composta por acionistas, conselheiros e gerência. Porém, o maior problema, segundo o autor, está relacionado ao fato de não ter possuído poder legislativo e servir somente como um balizador para que cada governo desenvolvesse as suas próprias práticas de governança.

A governança em países anglo – saxônicos como Estados Unidos e Inglaterra, de acordo Senaratne e Gunaratne (2012), é voltado para respaldar o pequeno acionista. Assim, conselho de administração é visto como uma ferramenta de maximização de receitas com autonomia na gestão. As primeiras mudanças efetivas no caso dos EUA, ocorreram com a Lei Sarbanes-Oxley, que foi aprovada em 2002, com o intuito de dar uma segurança maior aos investidores por meio de uma transparência na gestão e nas informações contábeis divulgadas pelas empresas (Li, Pincus, & Rego, 2008).

No Brasil, as primeiras implementações das práticas de governança corporativa vieram por meio da Lei no 10.303 (Brasil, 2001), que abordou o mercado de valores mobiliários. Ainda no ano de 2001, segundo Tavares e Penedo (2018), a BM&F Bovespa, atual B³, implementou níveis diferenciados de governança. Segundo Carvalho e Pennacchi (2012), os níveis de governança N1 e N2 foram criados em função do principal nível, o Novo Mercado (NM), exigir um patamar de governança em que boa parte das empresas não teria condições de atender de imediato.

Carvalho e Pennacchi (2012) ponderam que, em períodos curtos após a adesão de uma empresa a algum nível de governança, pode haver uma oscilação positiva de valor do ativo, especialmente nos níveis mais elevados, como N2 e NM. Além disso, Lopes, Walker e Silva (2016) e Zuckweiler, Rosacker e Hayes (2016) evidenciam que a governança corporativa, principalmente nos seus níveis mais elevados, tende a dar uma maior transparência e confiança para o mercado e seus investidores quanto a sua gestão.

Kaustia, Conlin e Luotonen (2018) mostram que o IGC – Índice de Governança Corporativa apresenta um custo-benefício maior que o IBOV – Índice Ibovespa, ou seja, as empresas que compõem o IGC, entendidas como possuidoras de melhores práticas de governança, têm melhor desempenho que as empresas do IBOV, embora haja sobreposições. Os investidores tendem a confiar na alocação de seus recursos em empresas com a chancela de boa governança, entendendo tratar-se de empresas com um menor risco frente às demais (Geoczze, 2010; Ferraz-Correia, Amaral, & Louvet, 2011).

De acordo com Sitorus e Murwaningsari (2019), a boa governança age na intenção de investir, uma vez que é capaz de fortalecer a influência da qualidade dos relatórios financeiros, além de mostrar que os comitês de auditoria independentes exercem um peso na veracidade das informações contábeis divulgadas e na percepção dos investidores na hora de aplicar em ações. A governança corporativa é importante nos demais ciclos de vida de uma empresa e tem efeito na redução da percepção de risco junto às empresas pelos investidores e efeito positivo no desempenho financeiro e operacional no mercado (Zuckweiler *et al.*, 2016; Hamdan, Alareeni, & Buallay, 2017; Namazi & Hosseininia, 2017; Kurniati, Handayani, & Rahayu, 2018).

A partir dessas considerações, chega-se à seguinte hipótese:

H1 – Atitude, normas subjetivas, controle comportamental e importância dada ao nível de governança corporativa afetam positivamente a intenção de pessoas físicas investirem em ações negociadas na B³.

3 METODOLOGIA

Para alcançar o objetivo deste estudo, foi empregada uma abordagem quantitativa, descritiva, com corte transversal e coleta de dados primários. Por ser impossível atingir toda a população (investidores pessoas físicas em ações de empresas negociadas na B³), tampouco utilizar uma amostragem aleatória, a amostra foi não probabilística por acessibilidade (Hair Jr. *et al.*, 2010).

Para a coleta de dados, foram elaboradas 21 questões de construtos com escalas validadas de intenção de investimento em ações (Raut & Kumar, 2018), controle comportamental percebido (Bansal, 2017), normas subjetivas (Taylor & Tood, 1995), atitude (Wannya, 2007) e

importância do nível de governança corporativa (Zuckweiller, Rosacker, & Hayes, 2016). Gura-gai e Peabody (2018) indicam que idade, gênero, nível de instrução e renda tem uma relação significativa com a aplicação no mercado de ações.

Logo, foram elaboradas 9 questões dedicadas a coletar dados demográficos da amostra: sexo, idade, nível de escolaridade, renda familiar, estado de origem, em quais produtos já aplicou, como considera o seu perfil de investidor e se já tinha aplicado anteriormente em ações. A pergunta de controle captou a possibilidade de vir a ser um aplicador em ações. Com exceção das questões demográficas e de controle, as demais utilizaram escala tipo Likert, de 1, discordo totalmente, a 5, concordo totalmente.

Um pré-teste do questionário com 9 pessoas não indicou qualquer necessidade de ajustes. O questionário, construído no Google Docs foi enviado pelas diversas mídias eletrônicas e sociais para os potenciais respondentes. Das 444 respostas, 319 foram válidas em função da pergunta de controle. O *software* utilizado para tratamento e análise de dados foi o STATA versão 13.0.

Primeiramente, os dados foram analisados por meio de estatística descritiva. Em seguida foram apurados: correlação linear, regressão linear múltipla, teste de hipótese e análise de variância (ANOVA). O modelo adotado está detalhado na equação 1 a seguir.

$$INT = \beta_0 + \beta_1*GOV + \beta_2*CCP + \beta_3*NSB + \beta_4*ATT + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

INT = Intenção em investir em ações

GOV = Governança Corporativa

CCP = Controle Comportamental Percebido

NSB = Normas Subjetivas

ATT = Atitude

ε = Erro

Foram formados dois grupos em função da percepção de importância dada à governança corporativa das empresas: i) menor importância, compreendendo percepções pontuadas até 3.; e ii) maior importância, com pontuação superior a 3. Nesse caso, foi utilizada a equação 2 a seguir.

$$INT = \beta_0 + \beta_1* CCP + \beta_2*NSB + \beta_3*ATT + \varepsilon \quad (2)$$

Por fim, foram avaliadas diferenças entre homens e mulheres potenciais investidores em ações, assim como três perfis de investidores, segundo sua autodeclaração: conservador, moderado e arrojado.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Das características da amostra são destaques: 52,7% são homens; 70,8% estão na faixa de 21 e 40 anos; 94,8% possuem ensino superior ou mais; 49,6% têm renda mensal de 3 a 9 salários-mínimos; 58,6% nunca aplicou em ações; e 43,9% têm perfil de investidor autodeclarado como moderado.

Na Tabela 1 estão os resultados de média e desvio padrão de todos os itens que foram avaliados sobre os seguintes pontos: importância da governança corporativa (GOV), intenção de investimento em ações (INT), controle comportamental percebido (CCP), normas subjetivas (NSB) e atitude (ATT). Todas essas variáveis foram medidas numa escala de 1 a 5, conforme já descrito anteriormente.

Tabela 1 - Estatística descritiva dos construtos e variáveis

Construto/Variável	Média	Desvio padrão
GOV1 Acredito que entendo conceitos de governança corporativa	3,31	1,20
GOV2 Acredito que a governança corporativa é importante para as empresas listadas na B3	3,90	0,89
GOV3 Espera-se de empresas com maior nível de governança que os membros do Conselho de Administração tenham experiência em finanças, economia ou áreas afins	4,18	0,84
GOV4 Empresas que tem um maior nível de governança devem ter mais independência na tomada de decisões	3,92	0,81
GOV5 Eu acredito que entender os níveis de governança corporativas vão me ajudar	4,04	0,87
GOV Governança Corporativa	3,87	0,66
INT1 Investirei no mercado de ações com frequência	3,90	0,93
INT2 Vou incentivar meu amigo e família a investirem no mercado de ações	3,82	0,91
INT3 Investirei no mercado de ações no futuro próximo	4,06	0,83
INT Investimento em investir em ações	3,92	0,69
CCP1 Tenho conhecimento sobre as variáveis que influenciam o preço de uma ação, como inflação e balanço	3,80	1,04
CCP2 Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimento em ações	3,50	1,18
CCP3 O público investidor está disposto a aprender sobre as forças que impactam nas oscilações das ações	3,87	0,93
CCP4 O público em geral percebe o mercado de ações como um local de apostas	3,59	1,07
CCP Controle Percebido	3,69	0,76
NSB1 Quem tem influência importante em mim pensa que devo investir no mercado de ações	3,66	1,08
NSB2 Pessoas cuja opinião eu valorizo preferiria que eu invista no mercado de ações	3,68	1,03
NSB3 Tenho amigos e familiares investindo em ações	3,46	1,30
NSB4 Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira	2,88	1,26
NSB Normas subjetivas	3,42	0,86

ATT1	Geralmente sou cauteloso sobre as ações que mostram mudanças repentinas no preço ou na atividade de negociação	3,83	0,98
ATT2	Sempre sou atraído para investir em ações	3,72	0,99
ATT3	Costumo analisar a credibilidade das corretoras que fornecem serviços financeiros	4,00	0,92
ATT4	É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações	3,02	1,20
ATT5	Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente	4,17	0,76
ATT	Atitude	3,75	0,64

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com relação ao construto do controle comportamental percebido (CCP), o principal destaque se dá com a variável CCP2 ("Estou confortável em enfrentar perdas financeiras com investimento em ações") com a menor média entre os construtos de 3,50 (tendendo a neutralidade), porém com o maior desvio padrão, de 1,18. Isso indica que existe variação nesse item na percepção do investidor pessoa física quanto a aceitar possíveis perdas no mercado de ações. O construto apresenta $M = 3,69$ e $DP = 0,76$, o que não indica grande variação de opiniões e uma ligeira tendência a concordância, mas ainda no campo da neutralidade.

As normas subjetivas (NSB), dentre todos os construtos, foi o que apresentou menor média ($M = 3,42$, $DP = 0,86$), ou seja, tendência à neutralidade. Isso significa que para os investidores, as normas subjetivas não têm tanto peso em seu processo de decisão de aplicação em ações como enfatizado na variável NSB4 ("Eu me sinto sob pressão de terceiros na hora de fazer alguma aplicação financeira") que obteve a $M = 2,88$ (abaixo da neutralidade), porém mostrando variabilidade de percepções ($DP = 1,26$).

Quanto ao construto atitude - ATT ($M = 3,75$; $DP = 0,64$), houve percepção de neutralidade tendendo à concordância, observa-se que não existe uma uniformidade entre as variáveis. ATT4 ("É sempre fácil determinar a credibilidade do mercado de ações") e ATT5 ("Sinto que a ideia de participar de uma compra/venda no mercado de ações é atraente") são as variáveis que apresentam maiores e menores médias e desvios padrões, respectivamente. Em ATT4 há uma clara neutralidade com variação de percepções ($M = 3,02$; $DP = 1,20$), enquanto em ATT5 ($M = 4,17$; $DP = 0,76$), há uma tendência a concordância, com uma baixa variabilidade de percepções.

No construto da intenção de investimentos em ações - INT ($M = 3,92$; $DP = 0,69$) o comportamento das variáveis é muito próximo, sem desvios padrões díspares, o que mostra que existe uma uniformidade tanto na tendência à concordância dos investidores quanto a intenção em investir em ações. O que é natural em função das perguntas de controle.

No construto de percepção quanto à importância da governança corporativa - GOV ($M = 3,87$; $DP = 0,66$), GOV1 é a variável que apresenta menor média (3,31) e maior desvio padrão (1,20), o que indica que existe indecisão, por parte dos investidores, se de fato possuem conhecimentos sobre os conceitos de governança corporativa ou não. Porém, há uma tendência à concordância quanto à importância da governança.

A correlação mede a força da relação entre cada um dos construtos. Todos eles possuem correlação positiva entre si, o que indica que, de forma geral, um valor mais alto em qualquer construto também estará vinculado a um valor alto para o outro. Os resultados encontram-se na Tabela 2.

Tabela 2 – Correlação entre as variáveis

	GOV	INT	CCP	NSB	ATT
GOV	1				
INT	,593**	1			
CCP	,552**	,525**	1		
NSB	,344**	,417**	,544**	1	
ATT	,518**	,521**	,587**	,539**	1

Fonte: Elaborado pelos autores.

A correlação mais forte apresentada foi entre INT e GOV (0,593), enquanto a mais fraca foi entre NSB e GOV (0,344). De acordo com Mohamad e Sori (2011), Pascual-Ezama, Scandroglio e Liaño (2014), Ibrahim e Arshad (2017) e Ngamchom, Kamolsakulchai, Suwannoi e Wongkantarakorn (2018), existe uma relação direta entre governança corporativa e o seu retorno. Ademais, muitos investidores consideram a governança como uma obrigação legal para estar no mercado de capitais e que quanto mais forte for o nível de governança maior a percepção do investidor de segurança. O fato da norma subjetiva ter sido o construto com a menor correlação com intenção de investir em ações é condizente com Alleyne (2011), que relata o possível peso de familiares, amigos e terceiros na percepção do indivíduo quanto ao mercado, podendo ocasionar um movimento contrário a intenção de se investir em ações.

Observa-se uma correlação positiva entre todos os construtos, o que corrobora com os estudos de Adam e Shauki (2014), Mandell e Klien (2007) e Borden, Lee, Serido e Collins (2008) por mostrar que existe uma forte associação entre atitude, normas subjetivas, controle comportamental e intenção de investimento em ações. Além disso, observa-se a correlação mais forte entre os construtos intenção e governança, o que vem a confirmar o estudo de Khanna e Zyla (2012), ou seja, investidores normalmente investem em empresas com maior nível de governança.

Na Tabela 3 é apresentado o resultado do modelo de regressão linear múltipla. O poder de explicação do modelo é de 43,5%. Todos os construtos passam pelos critérios de multicolinearidade (VIF inferior a 10). Como seus coeficientes são positivos e significantes, pode-se dizer que quanto maior importância dada à governança (GOV), controle comportamental percebido (CCP), normas subjetivas (NSB) e atitude em relação à aplicação em ações (ATT), maior será a intenção em aplicação em ações (INT).

Tabela 3 - Regressão linear múltipla

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	0,859	4,315	0,000	
GOV	0,397	7,189	0,000	1,570
CCP	0,141	2,612	0,009	1,956
NSB	0,087	2,022	0,044	1,589
ATT	0,189	3,069	0,002	1,854

Obs.:

1) Variável dependente: INT – Intenção de aplicação em ações;

2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;

3) R2 ajustado = 43,5%;

4) Estatística F (4, 314) = 62,285, Prob. > F = 0,00.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Todos os construtos apresentam relevância estatística, explicando 43,52% da intenção de aplicação em ações. Os resultados encontrados vão ao encontro aos de Bar-Yosef e Prencipe (2013) e Farooq e Ahmed (2014), que concluíram que um nível maior de governança reduz os ruídos passados ao mercado, melhora a sincronia de informações entre empresa e mercado e aumenta o volume de aplicação em ações. A adesão a melhores níveis de governança tende a melhorar a qualidade das informações financeiras e conseqüentemente influenciam as decisões dos investidores em suas aplicações (Outa, Waweru, & Ozili, 2018).

Norma subjetiva e controle comportamental percebido, de acordo com Ajzen (2002), têm efeito indireto em um determinado comportamento por meio da intenção. O fato de a norma subjetiva ter apresentado uma correlação baixa com a intenção em aplicação em ações pode estar relacionada com a influência de amigos, familiares e terceiros, como mostrado nos trabalhos de Shanmughan e Ramya (2012) e Cuong e Jian (2014).

Quanto ao controle comportamental percebido e à atitude, os resultados apurados vão ao encontro dos trabalhos de Cooke e Sheeran (2004) e Wood e Zaichkowsky (2004), que mostraram sua relação a *trade-offs*, escolhas que um indivíduo faz em detrimento de outras e que podem ou não vir a influenciar na intenção de investir do indivíduo. Além disso, esse comportamento depende da sua percepção de controle e segurança.

Quanto à importância dada à governança, dois grupos foram formados: o dos que dão importância (notas médias acima de 3) e o dos que não dão importância para a governança (notas médias menores ou iguais a 3). Nas Tabelas 4 e 5 estão os resultados.

Tabela 4 - Regressão linear múltipla para indivíduos que dão menor importância à governança corporativa

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	0,669	1,211	0,234	
CCP	0,213	0,983	0,333	2,487
NSB	0,047	0,268	0,790	1,961
ATT	0,554	3,150	0,003	1,419

Obs.:

- 1) Variável dependente: INT – Intenção de aplicação em ações;
- 2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;
- 3) N = 39.
- 4) R2 ajustado = 36,2%;
- 5) Estatística F (3,35) = 8,181, Prob. > F = 0,000.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para o caso dos que dão menor importância para o nível de governança, apenas uma variável é significativa, a atitude. Como o coeficiente é positivo, a atitude gera um aumento na intenção de aplicação em ações. O nível de explicação do modelo é de 36,2%. Todos os construtos passam pelos critérios de inexistência de multicolinearidade (VIF inferior a 10).

Tabela 5 - Regressão linear múltipla para indivíduos que dão maior importância para à governança

	Coeficiente	t	valor p	VIF
Constante	1,991	9,316	0,000	
CCP	0,249	4,548	0,000	1,543
NSB	0,120	2,567	0,011	1,594
ATT	0,176	2,541	0,012	1,728

Obs.:

- 1) Variável dependente: IN – Intenção de aplicação em ações;
- 2) Variáveis independentes: GOV – importância do nível de governança corporativa, CCP – Controle comportamental percebido, NSB – normas subjetivas, e ATT – atitude quanto à aplicação em ações;
- 3) N = 280;
- 4) R2 ajustado = 26,7%;
- 5) Estatística F (3,276) = 34,957.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para o caso dos que dão maior importância para o nível de governança, o poder de explicação do modelo é de 26,7%. Todos os construtos passam pelos critérios de inexistência de multicolinearidade (VIF inferior a 10). Todos os construtos são significativos e têm coeficientes positivos, o que significa que aumentos nos construtos de confiabilidade percebida (CCP), normas subjetivas (NSB) e atitude (ATT) gera um aumento no construto intenção (INT).

De acordo com Boylan (2015) e Musfialdy, Edison e Artis. (2019), quando as empresas ocultam informações ou não são transparentes na sua divulgação, a implementação de melhores níveis de governança fica mais difícil e os investidores tendem a reduzir sua intenção de investir na compra de ações por projetarem um risco maior e uma possível queda no preço das ações. Os resultados, separando os grupos dos que não dão e dão importância ao nível de governança, vão de encontro dos achados de Wood e Zaichkowsky (2004), Dayaratne e Wijethunga (2015), Ibrahim e Arshad (2017) e Seth e Chowdary (2017). No primeiro grupo, apenas atitude é significativa na intenção de aplicar em ações, entanto no segundo grupo atitude, normas subjetivas e controle comportamental percebido são significantes.

Os resultados do grupo dos que dão maior importância ao nível de governança, quanto às normas subjetivas, corroboram os estudos de Alleyne (2011), Dayaratne e Wijethunga (2015) e Ibrahim e Arshad (2017), ao evidenciar, por exemplo, que opiniões de familiares, grupos de referência ou outros podem vir a oferecer obstáculos prévios à intenção de investir. Quanto aos resultados encontrados nos construtos atitude e intenção, há alinhamento com Cuncinelli (2016), Raut *et al.* (2018) e Akhtar e Das (2018), que evidenciam que intenção e atitude têm relevância para a decisão de se investir em ações.

A percepção de risco, de acordo com Ajzen (2007), depende das crenças de cada indivíduo e de fatores que apoiem ou não a sua decisão em um determinado sentido e que podem estar relacionadas a experiências antigas. Isso vale para atitude e normas subjetivas que, de acordo com Pascual-Ezama *et al.* (2014), Cuong e Jian (2014) e Ibrahim e Arshad (2017), podem vir a ter um impacto positivo ou negativo na realização de um determinado comportamento, dependendo da sua propensão por determinado comportamento, no caso da atitude ou do peso de familiares e terceiros, considerando as normas subjetivas.

A atitude de se aplicar em ações está relacionada à percepção do investidor quanto ao investimento a ser realizado. De acordo com Ngamchom *et al.* (2018), a atitude do investidor quando à intenção de se investir passa pelos ganhos financeiros da empresa e pelos atributos de governança da empresa. Por conseguinte, o controle comportamental tem peso nessa decisão e, quanto maior a expertise do investidor, mais propenso o indivíduo fica de realizar a ação de se aplicar em ações, como mostrado por Cong e Jian (2014). Quanto ao controle comportamental percebido, de acordo com Ajzen (1991), é formado em parte por experiências passadas e outras advindas por terceiros, amigos, familiares que podem vir a auxiliar na redução de ruídos de informação no seu processo de tomada de decisão.

Os resultados do teste de diferenças de comportamento de intenção de investir em ações entre homens e mulheres encontra-se na Tabela 6. O p-valor de 0,551 indica que não existe diferença entre homens e mulheres. Os resultados encontrados divergem de Eckel e Grossman (2008), Croson e Gneezy (2009) e Bertrand (2011), ao evidenciar que mulheres têm uma postura divergente dos homens quanto à intenção de aplicar em ações, em função de diferentes comportamentos em relação do risco.

Tabela 6 - Diferenças de homens e mulheres quanto à intenção de aplicar em ações

Grupo	n	Média	Desvio Padrão	Erro do Desvio Padrão
Homens	168	3,91	0,688	0,053
Mulheres	151	3,95	0,700	0,057

Obs.:

1) Teste t = -0,597 (p valor = 0,551);

2) Graus de liberdade = 317;

3) Ho: média de homens - média de mulheres = 0 e Ha: média de homens - média de mulheres \neq 0.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Utilizando ANOVA (vide Tabela 7), foram comparados os três perfis de investidor – conservador, moderado e arrojado, autodeclarados pelos respondentes, em relação à intenção de aplicação em ações. Os resultados indicam a propensão do perfil arrojado ao investimento em

ações. No entanto, não há diferenças entre os perfis moderado e conservador. Segundo Bennet (2011), um dos fatores mais importantes para se aplicar em ações é a tolerância ao risco pelo indivíduo. Os resultados convergem com o trabalho de Bittencourt *et al.* (2018), em que observaram que as pessoas que possuem perfil moderado ou conservador têm uma visão de curto prazo, enquanto os arrojados estão mais predispostos ao risco em busca de ganhos de longo prazo em suas aplicações.

Tabela 7 – Comparação entre perfis de investidores em relação à intenção de investir em ações

Perfil de Investidor (I)	Perfil de Investidor (J)	Diferenças entre (I) e (J)	Erro padrão	Valor p	Intervalo de 95% de confiança	
					Inferior	Superior
Moderado	Conservador	,12276	,09285	,561	-,1007	,3462
Arrojado	Moderado	,27197*	,09066	,009	,0538	,4902
Arrojado	Conservador	,39472*	,10139	,000	,1507	,6387

Obs.:

1) Diferenças ao nível de 5% de significância;

2) Estatística F (2,316) = 8,16.

Fonte: Elaborado pelos autores.

5 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi avaliar os antecedentes e a relação da intenção com a efetiva aplicação por parte de pessoas físicas em ações de empresas negociadas na B³. Com a lente teórica da TCP, procurou-se incorporar as percepções de importância quanto ao nível de governança à intenção específica de aplicação de ações por pessoas físicas, comportamento que tem crescido no Brasil.

Os resultados indicaram que todos os construtos levados em consideração para mensurar os antecedentes à intenção de se investir em ações – importância do nível de governança corporativa, controle comportamental percebido, normas subjetivas e atitude - apresentaram relevância estatística corroborando assim com estudos anteriores. Porém, para os investidores que dão menor importância à governança, somente atitude se mostrou estatisticamente significativa. Enquanto isso, para os investidores que dão maior importância à governança houve significância estatística em todos os construtos antecedentes à intenção.

Este estudo contribui com *insights* para que instituições financeiras estabeleçam estratégias para a captação de clientes pessoa física a investir em ações, assim como para empresas que busquem capital no mercado acionário. Afinal, intenção não significa necessariamente comportamento, logo é possível que os resultados encontrados como antecedentes da intenção contribuam para tais estratégias.

Uma das limitações é que a amostra não atingiu proporcionalmente os respondentes com uma maior conhecimento e prática de aplicação em ações. De acordo com os dados da B³, 70% dos investidores em ações estão situados nas regiões Sul e Sudeste. Possivelmente, uma base de dados com a mesma distribuição percentual ou similar, os resultados poderiam ter sido mais robustos.

Para trabalhos futuros, recomenda-se mensurar a percepção do investidor estrangeiro quanto à importância do nível de governança para aplicação em ADRs. Outra opção seria fazer o mesmo trabalho restringindo por países ou blocos de países emergentes com países desenvolvidos e comparando os resultados entre si. Ainda, pode-se acrescentar uma análise entre os países que não possuem previdência própria e a percepção do investidor em ações quanto a importância da governança corporativa para aplicar-se em ações.

REFERÊNCIAS

- Adam, A. A., & Shauki, E. R. (2014). Socially responsible investment in Malaysia: behavioral framework in evaluating investors' decision-making process. *Journal of Cleaner Production*, 80, 224-240.
- Ajzen, I. (1985). *From Intentions to Actions: A Theory of Planned Behavior*. New York: Springer.
- _____. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179-211.
- _____. (2002). Perceived behavioral control, self efficacy, locus of control, and the Theory of Planned Behavior. *Journal of Applied Social Psychology*, 32(4), 665-683.
- _____. (2007). *Understanding attitudes and predicting social behavior*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- _____. (2011). The theory of planned behaviour: reactions and reflections. *Psychology & Health*, 26(9), 1113-1127.
- Ajzen, I., & Fishbein, M. (1970). The prediction of behavior from attitudinal and normative variables. *Journal of Experimental Social Psychology*, 6(4), 466-487.
- Akhtar, F., & Das, N. (2018). Predictors of investment intention in Indian stock markets. *International Journal of Bank Marketing*, 37(1), 1-9.
- Ali, A. (2011). Predicting individual investors intention to invest: an experimental analysis of attitude as a mediator. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 50(1), 876-880.
- Alleyne, P. (2011). Using the theory of planned behaviour and risk propensity to measure investment intentions among future investors. *Journal of Eastern Caribbean Studies*, 36(1), 1-20.
- Armitage, C. J., & Conner, M. (2001). Efficacy of the theory of planned behaviour: a meta-analytic review. *British Journal of Social Psychology*, 40(4), 471-499.
- Bacen – Banco Central do Brasil. (2021). *Taxa de juros básica – histórico*. Recuperado em 25 de agosto, 2021, de <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>.
- Bar-Yosef, S., & Prencepe, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 28(3), 292-316.
- Becker, G. S., & Murphy, K. M. (2007). A theory of rational addiction. *The Journal of Political Economy*, 96(4), 675-700.
- Bennet, E. (2011). Stock-specific factors and its influence on investors' sentiment: evidence from Indian stock market. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*, 15(1), 1-19.
- Bertrand, M., 2011. New perspectives on gender. In: Ashenfelter, O., & Card, D. (Eds.). *Handbook of Labor Economics*, 4B, 1543-1590.
- Billeter, D., Kalra, A., & Loewenstein, G. (2011). Underpredicting learning after initial experience with a product. *Journal of Consumer Research*, 37(5), 723-736.
- Bittencourt, J. A., Sardinha, G., Barbosa, C. A., Alves, R. C. S., & Oliveira, S. A. (2018). Análise da relação entre o perfil de investidor, a realidade do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão à perda. *Revista Razão Contábil & Finanças*, 9(2), 9-24.
- Blanchard, C., Fisher, J., Sparling, P., Nehl, E., Rhodes, R., Courneya, K., & Baker, F. (2008). Understanding physical activity behavior in African American and Caucasian college students: an application of the theory of planned behavior. *Journal of American College Health*, 56(4), 341-346.

- Borden, L. M., Lee, S. A., Serido, J., & Collins, D. (2008). Changing college students' financial knowledge, attitudes, and behavior through seminar participation. *Journal of Family and Economic Issues*, 29(1), 23-40.
- Boylan, R. (2015). The determinants of bank capital for East Asian countries. *Global Business Review*, 20(6), 11-23.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2019). *Histórico pessoas físicas*. Recuperado em 20 novembro, 2019, de [http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de_dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/).
- Brasil. (2001). *Lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Recuperado em 25 fevereiro, 2020, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm.
- Carvalho, A., & Pennacchi, G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903.
- Cooke, R., & Sheeran, P. (2004). Moderation of cognition–intention and cognition–behavior relations: a meta-analysis of properties of variables from the theory of planned behavior. *British Journal of Social Psychology*, 43(2), 159-186.
- Croson, R., Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 1-27.
- Croy, G., Gerrans, P., & Speelman, C. (2010). The role and relevance of domain knowledge, perceptions of planning importance, and risk tolerance in predicting savings intentions. *Journal of Economic Psychology*, (31), 860-871.
- Cuong, P. K., & Jian, Z. (2014). Factors influencing individual investors' behavior: An empirical study of the Vietnamese stock market. *American Journal of Business and Management*, 3(2), 77-94.
- Dayaratne, D.A.I., & Wijethunga, A. W. G. C. N. (2015). Impact of psychology on behavioral intention in investing in capital markets: A survey of Colombo stock exchange. *International Journal of Accounting & Business Finance*, 1(2), 37-45.
- Eckel, C., Grossman, P., 2008. Men, women and risk aversion: experimental evidence. In: Plott, C., Smith, V. (Eds.). *Handbook on Experimental Economics Results*, vol. 1. Elsevier, New York.
- Farooq, O., & Ahmed, S. (2014). Stock price synchronicity and corporate governance mechanisms: evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*, 10(4), 395-409.
- Ferraz-Correia, L., Amaral, H., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(55), 45-63.
- Fridson, M. (2007). Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases. *Financial Analysts Journal*, 63(2), 107-108.
- Fünfgeld, B., & Wang, M. (2009). Attitudes and behaviour in everyday finance: Evidence from Switzerland. *International Journal of Bank Marketing*, 27(2), 108-128.
- Gary, M., & Wood, R. (2011). Mental models, decision rules, and performance heterogeneity. *Strategic Management Journal*, 32(6), 569-594.
- Geocze, Z. B. (2010). Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(1), 1-23.
- Gilliam, J., Chatterjee, S., & Zhu, D. (2010). Determinants of risk Tolerance in the baby boomer cohort. *Journal of Business & Economics Research*, 8(5), 79-88.
- Gopi, M., & Ramayah, T. (2007). Applicability of theory of planned behavior in predicting intention to trade online: Some evidence from a developing country. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 348-360.
- Guragai, B. & Peabody, S. (2018). Demographic factors affecting U.S. households' investment in stocks. *International Journal of Economics and Finance*, 10(4), 112-122.
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, L. R. (2009). *Análise multivariada de dados*. São Paulo: Bookman.
- Hamdan, A., Alareeni, B., & Buallay, (2017). A. The moderating role of corporate governance on the relationship between intellectual capital efficiency and firm's performance: evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 14(4), 295-318.
- Herrero-Crespo, Á. H., & Rodríguez-del-Bosque, I. (2008). The effect of innovativeness on the adoption of B2C e-commerce: a model based on the Theory of Planned Behaviour. *Computers in Human Behavior*, 24(6), 2830-2847.

- Heukelom, F. (2010). Measurement and decision making at the University of Michigan in the 1950s and 1960s. *Journal of the History of the Behavioral Sciences*, 46(2), 189-207.
- Ibrahim, Y., & Arshad, I. (2017). Examining the impact of product involvement, subjective norm and perceived behavioral control on investment intentions of individual investors in Pakistan. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(4):181-193.
- Kaustia, M., Conlin, A., & Luotonen, N. (2018). What drives the heterogeneity in portfolio choice? The role of institutional, traditional, and behavioral factors. *Journal of Finance*, 18(1), 490-533.
- Khanna, V., & Zyla, R. (2012). *Survey says... corporate governance matters to investors in emerging market companies*. Washington, DC: International Finance Corporation – IFC.
- Koropp, C., Kellermanns, F., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: an adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307-327.
- Kurniati, S., Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2018). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18-34.
- Li, H., Pincus, M., & Rego, S. (2008). Market reaction to events surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and earnings management. *Journal of Law and Economics*, 51(1), 111-134.
- Lopes, A., Walker, M., & Silva, R. (2016). The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption and the informativeness of accounting reports: evidence from Brazil. *Journal of International Accounting Research*, 15(2), 101-124.
- Mahastanti, L., & Hariady, E. (2014). Determining the factors which affect the stock investment decisions of potential female investors in Indonesia. *International Journal of Process Management and Benchmarking*, 4(2), 186-197.
- Mandell, L., & Klein, L. S. (2007). Motivation and financial literacy. *Financial Services Review*, 16(2), 106-116.
- Mittal, M., & Vyas, R. K. (2008). Personality type and investment choice: an empirical study. *The ICFAI University Journal of Behavioral Finance*, 5(3), 7-22.
- Mohamad, S., & Muhamad Sori, Z. (2011). Corporate governance from a global perspective. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1817082>.
- Mohamed, W S. (2016). The impact of corporate governance on stock price and trade volume. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- Musfiaily, R., Edison, A., & Artis, D. (2019). The influence of Corporate Governance Mechanism Towards Company Performance. *Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities*, 1(2), 111-118.
- Namazi, M., & Hosseininia, S. (2017). The moderating role of corporate governance on the relationship between a firm's product lifecycle and risk-taking. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 8, 87-100.
- Ngamchom, W., Kamolsakulchai, M., Suwannoi, T., & Wongkantarakorn, J. (2018). Corporate governance that influences an investment intention in the ASEAN-Stars Thai listed companies: a marketing application for brokerage firms. *International Corporate Governance and Regulation*, 20, 173-187.
- Ngoc, L. T. B. (2014). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1.
- Oliveira, F. N., & Costa, A. R. R. (2013). Os Impactos das mudanças inesperadas da SELIC no mercado acionário brasileiro. *Revista BBR – Brazilian Business Review*, 10(3), 54-84.
- Olsen, R. A. (2007). Investors' predisposition for annuities: a psychological perspective. *Journal of Financial Service Professionals*, 61(5), 51-57.
- Palamida, E., Xanthopoulou, D., Papagiannidis, S., & Stamati, T. (2016). Exploring intentions towards human, social and financial capital investments in a turbulent economic environment. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 18(2), 79-90.
- Pascual-Ezama, D. (2013). On the efficiency of bankruptcy law: empirical evidence in Spain. *International Insolvency Review*, 54(1), 219-233.
- Pascual-Ezama, D., Scandroglio, B., & Liaño, B. G. (2014). Can we predict individual investors' behavior in stock markets? A psychological approach. *Universitas Psychologica*, 13(1), 3-19.

- Plantinga, A., Krijnen, J., Zeelenberg, M., & Breugelmans, S. (2017). Evidence for opportunity cost neglect in the poor. *Journal of Behavioral Decision Making*, 31(1), 65-73.
- Raut, R., Das, N., & Kumar, R. (2018). Extending the theory of planned behaviour: impact of past behavioural biases on the investment decision of Indian investors. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1), 265-291.
- Ritter, J.R. (2003) Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Rosenzweig, E., & Critcher, C. R. (2014). Decomposing forecasting: the salience-assessment-weighting (SAW) model. *Current Directions in Psychological Science*, 23(5), 368-373.
- Sarkar, A. K., & Sahu, T. N. (2018). Analysis of investment behaviour of individual investors of stock market: a study in selected districts of West Bengal. *Pacific Business Review International*, 10(7), 7-17.
- Senaratne, S., & Gunaratne, P. S. M. (2012). The Anglo Saxon approach to corporate governance and its applicability to emerging markets. *Proceedings of International Conference on Business Management*, 14(4), 207-219.
- Seth, R., & Chowdary, B. A. (2017). Behavioral finance: a re-examination of prospect theory. *Theoretical Economics Letters*, 7(5), 1134-1149.
- Sheeran, P. (2002). Intention-behavior relations: a conceptual and empirical review. *European Review of Social Psychology*, 12, 1-36.
- Shefrin, H. (2008). *A behavioral approach to asset pricing*. 2nd ed. London: Elsevier.
- Shih, Y. Y., & Fang, K. (2004). The use of a decomposed theory of planned behavior to study Internet banking in Taiwan. *Internet Research*, 14(3), 213- 223.
- Silva, W. M., & Yu, A. S. O. (2009). Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(2), 247-271.
- Sitorus, R. R., & Murwaningsari, E. (2019). Do quality of financial reporting and tax incentives effect on corporate investment efficiency with good corporate governance as moderating variables? *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 6(1), 27-35.
- Smith, D., & Huettel, S. (2010). Decision neuroscience: neuroeconomics. *Wiley Interdisciplinary Reviews Cognitive Science*, 1(6), 854-871.
- Tavares, V. B., & Penedo, A. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40-62.
- Trafimow, D., Sheeran, P., Conner, M., & Finlay, K. A. (2002). Evidence that perceived behavioral control is a multidimensional construct: Perceived control and perceived difficulty. *British Journal of Social Psychology*, 41(1), 101-121.
- Trang, P. T. M., & Tho, N. H. (2017). Perceived risk, investment performance and intentions in emerging stock markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 1-10.
- Tversky, A.; Kahneman, D. (1974) Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(1), 1124-1131.
- Xin, Z., Liang, M., Zhanyou, W., & Hua, X. (2019). Psychosocial factors influencing shared bicycle travel choices among Chinese: an application of theory planned behavior. *Plos one*, 14(1), 1-17.
- Zhang, N., Ji, L., & Li, Y. (2017). Cultural differences in opportunity cost consideration. *Frontiers in Psychology*, 8(art.45), 1-12.
- Zuckweiler, K. M., Rosacker, K. M., & Hayes, S. K. (2016). *Business students' perceptions of corporate governance best practices*. *Corporate Governance*, 16(2), 361-376.
- Wood, R., & Zaichkowsky, J. (2004). Attitudes and trading behavior of stock market investors: a segmentation approach. *Journal of Behavioral Finance*, 5(3), 170-179.