

CUPRINS

CUVÂNT-ÎNAINTE	9
INTRODUCERE	11
Capitolul 1. PERSPECTIVA ECONOMICĂ ȘI PSIHOLOGICĂ A INVESTIȚIILOR PE PIEȚELE DE CAPITAL	25
1.1. Mizele dezvoltării teoriilor financiare în ultima jumătate de secol	25
1.2. Modele de selecție și gestiune a portofoliilor de titluri financiare	28
1.2.1. Istoria timpurie a teoriei portofoliului	29
1.2.2. Teoria modernă a portofoliului	32
1.2.3. Modelul de evaluare a activelor financiare – C. A. P. M.	34
1.2.4. Modelul de arbitraj – A. P. T.	36
1.3. Eficiența pieței financiare în teorie și practică	38
1.3.1. Originile teoriei pieței eficiente	39
1.3.2. Contribuția lui Fama la fundamentarea teoriei pieței eficiente	40
1.3.2.1. Tipuri de eficiență a pieței financiare	43
1.3.3. Limitele teoriei piețelor eficiente	45
1.4. Așteptările raționale – un concept cu istoric	48
1.4.1. Lucas – o nouă abordare a teoriei așteptărilor	51
Capitolul 2. TOLERANȚA LA RISC ȘI EVALUAREA ACTIVELOR FINANCIARE	59
2.1. De la teoria piețelor eficiente la teoria comportamentului financiar	59
2.1.1. Anomaliile prezente pe piețele de capital	62
2.1.2. Comportamentul uman, factor de influență pe piața financiară	64
2.2. Toleranța la risc	66
2.2.1. Erori comportamentale care afectează deciziile financiare	68
2.2.2. Teoria aversiunii la risc	74
2.3. Metode de măsurare a toleranței față de risc	80
2.3.1. Evaluarea comportamentului riscant	81
2.3.2. Scale de evaluare a toleranței la risc	84
Capitolul 3. TEORIA SENTIMENTELOR INVESTITORILOR ȘI INFLUENȚA ACESTORA ASUPRA PIEȚELOR DE CAPITAL	89
3.1. Înțelegerea comportamentului investitorului pe piața de capital	89
3.1.1. Factori de influență asupra deciziilor investitorilor individuali și administratorilor de portofolii	93
3.1.2. Efectul complementar al emoțiilor în interacțiunea cu analiza rațională	96
3.2. Teoria sentimentelor investitorilor și efectele factorului emoțional asupra piețelor de capital	99
3.2.1. Interpretări compozite și prudente în definirea sentimentelor investitorilor	100

3.2.2. Sentimente vs. așteptări privind investițiile	103
3.2.3. Sentimentele investitorilor <i>noises</i> vs. posibilitățile limitate de arbitraj	104
3.2.4. Amploarea sentimentelor poate afecta prețul activelor	106
3.3. Metode de măsurare a sentimentului investitorilor	108
3.3.1. Abordări generale pentru detectarea sentimentelor pe piața de capital	110
3.3.1.1. Măsurători directe ale sentimentului investitorilor	112
3.3.1.2. Măsurători indirecte ale sentimentului investitorilor	114
3.3.2. Limite inerente ale metodelor de măsurare	116
3.4. Efectele sentimentului investitorilor asupra piețelor de capital	118
3.4.1. Abordări multidisciplinare asupra comportamentului investitorilor	118
3.4.2. Comportamentul de turmă	120
3.4.2.1. Mimetismul informațional, reputațional și compensativ	123
3.4.2.2. Feedback-ul pozitiv, impuls al strategiei de investiții	125
3.5. Influența stărilor afective sezoniere asupra randamentului pieței de capital	126
3.5.1. Perspective de abordare a Efectului de ianuarie	128
3.5.2. Fenomenul <i>Turn-of-the-month</i>	131
3.5.3. Efectul <i>Days-of-week</i> asupra randamentelor acțiunilor	133
3.5.4. Relația dintre variabilele meteorologice și comportamentul investițional	137
3.5.5. Modele comportamentale generate de timpul liber/sărbători	138
3.5.6. Alte evenimente exogene sezoniere care influențează comportamentul și sentimentul investitorilor	139

Capitolul 4. ANALIZA TEHNICĂ – EXPRESIE GRAFICĂ

A SENTIMENTELOR	141
4.1. Analiza tehnică – concept și indicatori	141
4.1.1. Teoria Dow	143
4.1.2. Teoria valurilor Elliott	145
4.1.3. Teoria undelor Wolfe	150
4.1.4. Teoria Jenkins	151
4.1.4.1. JTTL lines – liniile adevărate de trend Jenkins	152
4.1.5. Teoria Gann	154
4.1.5.1. Calcularea nivelurilor Gann	157
4.1.6. Analiza Pitchfork	159
4.2. Tehnici și strategii de tranzacționare aplicate în piața de capital românească și indici internaționali	162
4.2.1. Strategia ADX + Oscilatorul Stochastic	163
4.2.2. Strategia Ichimoku	165
4.2.3. Strategia RSI(2)	169
4.2.4. Tehnica benzilor Bollinger	171
4.2.5. Tehnica MFI cu confirmare semnal străpungere BB sau cumpără intrări și vinde ieșiri	174
4.2.6. Strategia benzilor Keltner în complementare cu SAR și RMI	176
4.2.7. Strategia Mediei exponențiale pivotale 34 în conjuncție cu pivoții zilnici	179
4.2.8. Strategia SMA(20/150) cu confirmare pullback stochastic și semnal MACD	180
4.2.9. Tehnica CCI – <i>timeframe weekly-daily</i> cu semnal corecție trend principal	182

Capitolul 5. STUDIU DE CERCETARE: COMPORTAMENTUL INVESTITORILOR ROMÂNI PE PIAȚA DE CAPITAL	186
5.1. Analiza datelor	188
5.2. Răspunsurile la chestionar, oferite de respondenții participanți la studiu	196
5.3. Răspunsurile la chestionar – analiză comparativă	215
5.4. Concluzii asupra studiului aplicativ	355
 Capitolul 6. CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE	 360
 REFERINȚE BIBLIOGRAFICE	 365
 CHESTIONAR	 379

CUVÂNT-ÎNAINTE

Lumea financiară modernă a fost zguduită periodic de crahuri care au pus în discuție fragilitatea sistemelor economice, dar mai ales ipotezele raționalității și imparțialității oamenilor în procesele decizionale, ipoteze asupra cărora psihologii își exprimaseră reținerile față de opiniile tradiționaliste ale economiștilor cu mult timp în urmă. Panica din 1907, cunoscută sub numele de „Panica Bancherilor”, crahul de pe Wall Street din 1929, criza de pe toate marile piețe bursiere ale lumii din 1973 – 1974, „Lunea Neagră” din octombrie 1987, zi în care piețele bursiere din întreaga lume s-au prăbușit, mini-crahul din ziua de vineri, 13 octombrie 1989, criza financiară din Asia începută în iulie 1997, criza dot-com din anul 2000, criza creditelor ipotecare subprime din SUA din 2008, criza financiară din Rusia (2014 – 2015) etc. sunt numai câteva dintre evenimentele financiare grave din ultimele secole care au afectat economia mondială și au adus în atenția cercetătorilor comportamentul uman, în general, și cel al investitorilor, în special.

Eșecurile financiare și, în consecință, teoriile pieței eficiente și raționalității investitorilor pe care ortodoxia economică a pariat cu consecvență, au dus, inevitabil la întrebarea: Sunt oamenii cu adevărat raționali sau sunt conduși de emoții precum frica, lăcomia sau alte sentimente, care ar putea duce la adoptarea unor decizii nepotrivite? În ciuda convingerilor teoreticienilor că totul poate fi imaginat extrem de clar cu ajutorul unor modele flexibile, lumea reală se dovedește a fi, de fiecare dată, mult mai complexă și mult mai puțin previzibilă decât este surprinsă și analizată în cadrul ecuațiilor economiștilor. Nici până acum, teoreticienii nu au reușit să înțeleagă pe deplin cum funcționează mintea umană, pentru a putea oferi explicații incontestabile asupra modului în care sunt luate deciziile.

Comportamentele puse în evidență în cadrul a nenumărate evenimente economice critice dezvăluie tipare repetate de iraționalitate, inconsecvență sau incompetență, când oamenii trebuie să ia decizii și să facă alegeri în medii dinamice sau când se confruntă cu situații de incertitudine sau cu extrem de multe informații. Raționamentele euristice sau comenzile rapide mentale reprezintă o reacție naturală care permite oamenilor să proceseze informații complexe și să ajungă mai rapid la concluzii. În mod paradoxal, în era tehnologiei informației, care presupune existența unor multiple și rapide căi de informare corectă și eficientă, procesarea informațiilor este limitată chiar de sistemul propriu de gândire umană, prin selectarea sau reținerea doar a unora dintre ele, prin găsirea doar a celor mai puțin exacte, dar mai rapide și, aparent, suficiente pentru soluționarea unor probleme complexe, la care se adaugă diverse particularități ale personalității umane, cum ar fi reacțiile emoționale.

În noul context creat prin evoluția fără precedent a tehnologiei și informațiilor, domeniul finanțelor, fundamentat pe ideea că piețele sunt eficiente și investitorii sunt raționali, nu a mai putut oferi suportul teoretic necesar pentru încadrarea observațiilor și explicarea comportamentelor oamenilor manifestate în timpul

crizelor financiare. Ipoteza pieței eficiente implica faptul că piața este imbatabilă, iar informațiile deținute de agenții economici pe deplin raționali se reflectă în prețurile acțiunilor. O piață de acest tip nu permitea existența arbitrajului, iar *Capital Asset Pricing Model* configura relația dintre riscul sistematic și randamentul așteptat al unui titlu financiar, ceea ce însemna că rentabilitatea estimată de investitori este cea a riscului liber al titlului plus o primă pentru riscul sistemic măsurat prin Beta. În fapt, analizele întreprinse de specialiști în ultimele decenii au început să sugereze tot mai frecvent că la baza bulelor de pe piața financiară ar sta irraționalitatea investitorilor.

Dificultățile cu care au început să se confrunte teoriile tradiționale în găsirea unor explicații la aceste comportamente au determinat coagularea destul de rapidă a unui nou domeniu, la frontiera dintre economie, psihologie, sociologie și științe cognitive: finanțele comportamentale, domeniu care se află în acest moment în continuă dezvoltare, grație evoluției progresive a tehnologiei și, deopotrivă, a științelor care se ocupă de studiul inteligenței umane. De aici și provocarea, motivarea de a aborda în prezenta lucrare studiul noii ramuri a finanțelor, care așează în centrul preocupărilor științifice modul în care comportamentul agenților de pe piața financiară este influențat de factori psihologici, și modul în care sunt afectate deciziile legate de cumpărarea sau vânzarea de pe piața financiară și impactul acestora asupra prețurilor și, în final, asupra economiei.

Autorul

INTRODUCERE

În ultimele aproximativ cinci decenii, comportamentul și starea de spirit a oamenilor au reprezentat o temă majoră în numeroase studii interdisciplinare, aceste elemente fiind considerate factori determinanți în modelarea preferințelor investiționale. Treptat, în finanțe și-a făcut apariția un nou mod de gândire despre luarea deciziilor financiare, perspectivă din care a început să se ia în considerare și psihologia investitorului – euristica, prejudecățile, emoțiile, temerile, erorile etc.

Așa-numita „revoluție comportamentală” în domeniul finanțelor, care a avut loc începând cu anii 1980, s-a declanșat ca urmare a unor întrebări privind diverse aspecte neconforme cu teoriile tradiționale, cum ar fi volatilitatea piețelor financiare sau numeroasele anomalii prezente pe piață. Tot mai multe studii au început să pună în evidență factori cauzatori ai iraționalității investitorilor și consecințele ulterioare generate de aceștia pe piața financiară. În sprijinul noilor teorii, au fost aduse dovezi care indicau faptul că fluctuațiile de preț ale activelor de pe piață apar ca urmare a modificării preferințelor în rândul oamenilor și a prejudecăților apărute în procesul luării deciziilor. Investitorii au început să fie priviți ca persoane nu întotdeauna raționale, într-o lume în continuă schimbare, reflectată desigur și de dinamica sau incertitudinile pieței financiare.

Noul sistem de abordare a finanțelor, din perspectivă comportamentală, a început să se focalizeze asupra factorilor cognitivi importanți și asupra influențelor emoționale în timpul procesului cognitiv și al celui de luare a deciziilor de către indivizi, grupuri, organizații sau piețe. Studiile întreprinse au arătat că în procesul de judecată se dezvoltă, se evaluează și se selectează o variantă dintr-o serie de opțiuni, în care decizia finală se bazează pe un anumit grad de risc și incertitudine. Adepții teoriei finanțelor comportamentale au adus treptat tot mai multe argumente capabile să demonstreze că prejudecățile cognitive și emoționale, experiențele din trecut, valorile personale, greșelile mentale sunt factori capabili să influențeze rezultatul final al deciziei unui investitor pe piața de capital, în funcție de complexitatea informațiilor, a factorilor de risc sau de nivelul incertitudinii.

Cercetările întreprinse în cadrul noului domeniu al finanțelor s-au focalizat pe explicarea anormalității fenomenelor prin intermediul a două metode:

1. Prin analizarea comportamentelor agenților de pe piața financiară și identificarea diferitelor efecte sau anomalii generate asupra acestora de către bursa de valori.

2. Prin analizarea unei anumite anomalii și încercarea de a se identifica un anumit comportament care a provocat acest fenomen.

Bazată pe teoriile și studiile aprofundate efectuate în ultimele decenii în domeniul finanțelor comportamentale, **Finanțe comportamentale** abordează, din punct de vedere teoretic și aplicativ, cadrul în care se realizează managementul investițional al portofoliilor individuale și instituționale, cu focalizare asupra

modului în care finanțele comportamentale completează analiza tehnică și fundamentală. Lucrarea prezintă comportamentul investitorului pe piața de capital, model descriptiv care pune în evidență procesul iterativ al interacțiunii dintre fenomenele cognitive complexe individuale și mediul investițional în care sunt luate deciziile financiare. Procesul investițional este analizat din perspectiva influențelor unui număr semnificativ de variabile interdependente, a căror interacțiune generează un comportament rațional limitat, marcat de o serie de procese euristice sau de diverse interferențe (*biases*) comportamentale.

Aria tematică fundamentală a lucrării se axează pe corelarea rezultatelor studiilor teoretice asupra celor mai comune modele comportamentale financiare și a modului practic în care se comportă și iau decizii investitorii pe piața de capital, pe baza răspunsurilor individuale obținute prin intermediul unui sondaj personal efectuat în anul 2019.

Scopul principal al acestei lucrări este de a explora elemente analitice noi ale teoriei finanțelor comportamentale, menite să optimizeze procesul de previzionare și adoptare a deciziilor în cazul investitorilor bursieri români și, în egală măsură, să ajute analiștii financiari la înțelegerea mai cuprinzătoare a mecanismelor de funcționare a pieței și a modului în care factorii psiho-socio-culturali influențează deciziile financiare.

Obiectivul principal al cercetării urmărit de autor îl reprezintă analiza, înțelegerea și argumentarea importanței factorilor care influențează comportamentul investitorilor de pe piața de capital în contextul incertitudinii și riscurilor:

- relevarea principalelor aspecte ale comportamentului individual al investitorilor financiari și examinarea ipotezei că acestea pot fi explicate prin intermediul teoriilor de bază din cadrul finanțelor comportamentale.

- examinarea atitudinii investitorilor în fața riscului și a capacității de gestionare a portofoliilor investiționale în contexte dinamice economice, politice, sociale, de mediu, geografice etc.

- încercarea de a răspunde la întrebarea dacă finanțele comportamentale pot oferi într-adevăr soluții practice, care să fie aplicate de profesioniștii din domeniul financiar spre a lua decizii financiare îmbunătățite pentru ei înșiși și clienții lor.

În cadrul întregului demers de cercetare științifică, au fost sistematizate și dezvoltate noțiuni teoretice definitorii privind teoriile neoclasice, precum maximizarea utilității așteptate, așteptările raționale, echilibrul general și piețele eficiente, concepte care au dominat literatura de specialitate o lungă perioadă de timp, dar și noile curente de gândire behavioriste care au schimbat fundamental sistemul de abordare a finanțelor în ultimele decenii.

Premisa de la care s-a pornit în abordarea cercetării în domeniul finanțelor comportamentale se bazează pe convingerea că nu este posibil să se obțină prognoze economice sau financiare eficiente prin reducerea comportamentului agenților economici la procesul de luare a deciziilor raționale. Finanțele comportamentale explică anomaliile piețelor financiare prin luarea comportamentului real al investitorilor ca punct de plecare, mai degrabă decât postulând raționalitatea ca normă și ca descriere pozitivă a comportamentului real.

O întrebare importantă în acest context este, desigur, dacă comportamentul rațional al participanților de pe piață poate duce la ineficiența pieței în ansamblu. Este important să se facă o distincție între cele două definiții ale piețelor eficiente. Una arată că investitorii nu pot bate piața în mod sistematic, cealaltă spune că prețurile acțiunilor sunt determinate întotdeauna și pe deplin de fundamentele economice. În realitate, prețurile pot reflecta atât factorii fundamentali, cât și pe cei emoționali.

Metodologia folosită în cadrul studiului efectuat se axează pe două abordări complementare. Prima parte a lucrării este concepută pe baza unui studiu cuprinzător al cărților și articolelor privind teoriile finanțelor comportamentale și strategiile de investiții pe piața de capital. Partea a doua a lucrării se bazează pe cercetarea cantitativă a comportamentului investitorilor, metodă folosită pentru înțelegerea teoriilor care influențează procesele decizionale ale acestora și pentru a face legătura între anumite strategii de investiții și tiparele de comportament întâlnite pe piața de capital din România.

Limitele cercetării sunt determinate de investigarea comportamentului investitorilor selectați în cadrul sondajului efectuat numai din categoria celor privați activi, existenți pe piața de capital din România, prin activi înțelegând acei investitori care manifestă interes pentru investiții și care pot fi descriși ca având cunoștințe despre piața financiară situate peste media celor deținute de populația obișnuită.

Prezentarea modelelor de analiză tehnică, în paralel cu tiparele comportamentale ale investitorilor, cu insistență asupra profundelor implicații privind modul de evaluare a riscului, are ca principală justificare ideea că sistemul specific uman de gândire și decizie, supus limitărilor cognitive și reacțiilor emoționale, se reflectă asupra piețelor financiare, extrem de sensibile atât la factorii obiectivi, cât și la cei subiectivi. Dinamica economiei, pe de o parte, și a civilizației umane, pe de altă parte, asociate cu schimbările fără precedent generate de procesul accelerat de globalizare susținut de dezvoltarea explozivă a tehnologiei informației și comunicațiilor, necesită permanent formulări și reformulări ale unui cadru teoretic adecvat pentru definirea conceptelor, metodelor și instrumentelor, care să permită o mai bună cunoaștere și gestionare a proceselor complexe care au loc pe piața de capital.

Lucrarea este structurată pe cinci capitole, urmate de concluzii și recomandări formulate sub forma unor viitoare direcții de cercetare.

Capitolul 1. Perspectiva economică și psihologică a investițiilor pe piețele de capital. Ideea principală a abordării cercetării în cadrul acestui capitol pornește de la observația că nu este posibil să se obțină prognoze economice sau financiare eficiente prin reducerea comportamentului agenților economici strict numai la procesul de luare a deciziilor raționale. Cercetătorii au observat că modelele construite pe această ipoteză manifestă o deviere semnificativă în perioadele de creștere economică și nu funcționează, de cele mai multe ori, în momentul apariției crizelor financiare. Teoriile normative economice presupun trei caracteristici ale modului de gândire uman – „raționalitate nemărginită”, „voință nemărginită”, „egoism nemărginit” –, caracteristici însă imposibil de observat, ca atare, în

economia reală. Noile abordări behavioriste pun în lumină aceste deficiențe, oferind o altă perspectivă asupra comportamentului uman, nu totdeauna rațional. Primii care au venit cu explicații argumentate au fost psihologii, nu economiștii. Experimentele acestora și-au dovedit utilitatea în domeniul economic și financiar, deoarece au putut aduce o serie de clarificări asupra modului în care oamenii iau decizii, care nu întotdeauna sunt raționale.

Apariția finanțelor comportamentale a reprezentat un teren nou pentru analiza modului în care investitorii iau decizii sub influența factorilor psihologici, punând sub semnul întrebării metodele tradiționale de modelare a comportamentului investitorilor. Acest teren integrează variate domenii, precum psihologia, sociologia și alte științe comportamentale, pentru a explica comportamentul individual, comportamentul de grup, precum și pentru a prognoza tendințele piețelor financiare. Noua disciplină a cunoscut o evoluție extrem de rapidă și un acord la fel de mare din partea cercetătorilor, cel puțin în privința modului în care investitorii iau decizii și cum funcționează piețele de capital.

Primul capitol abordează studiul pieței de capital, pornind de la stadiul actual al cunoașterii. În procesul de înțelegere a pieței de capital, este nevoie de cunoașterea modelelor economice și financiare care exprimă echilibrul și performanțele acestora în contextul globalizării și de explicarea, în termeni științifici, a comportamentul oamenilor în privința administrării banilor pe această piață. Pentru a evidenția contribuția finanțelor comportamentale, prezenta lucrare de cercetare face o trecere în revistă a celor mai importante modele de selecție și gestiune a portofoliilor de titluri financiare, prezentând pe scurt istoria timpurie a teoriei portofoliului, cu menționarea contribuției celor mai importanți autori care au permis cunoașterea avansată a sistemelor de alocare și utilizare a resurselor economice, în special monetare, într-un mediu incert, marcat de riscuri asociate cu rezultate viitoare (Louis Bachelier, Knight, von Neumann și Morgenstern, Savage, Arrow și Debreu etc.) În lunga serie de reputați economiști care au încercat să elaboreze modele statistico-matematice prin intermediul cărora să se poată efectua evaluarea rentabilității și riscului portofoliilor de titluri financiare, un loc aparte i-a fost rezervat economistului american Harry Markowitz, cel care a pus bazele teoriei moderne a portofoliului eficient.

Multe dintre contribuțiile originale din domeniul teoriei financiare, care păreau inițial simple ipoteze imposibil de pus în practică, s-au dovedit în timp a fi cadre de referință în analiza și fundamentarea deciziilor financiare legate de gestionarea unui portofoliu: Teoria utilității așteptate, Teoria echilibrului general, Teoria modernă a portofoliului, Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Price Theory.

Modelul de evaluare a activelor financiare, prezentat pentru prima dată de William F. Sharpe, sub denumirea C.A.P.M., pune în evidență un sistem diagonal de selecție a titlurilor și introducerea în portofoliu a activului fără risc. În cadrul subcapitolului dedicat *Modelul de evaluare a activelor financiare – C.A.P.M.*, se insistă asupra abordărilor inovative ale autorului – noua frontieră de eficiență, cunoscută sub denumirea Capital Market Line, și introducerea a două subcategorii în cadrul analizei, riscul sistematic și riscul specific, dar sunt prezentate și dezvoltările ulterioare ale modelului (Merton, Fischer – Scholes, Cox, Ross,

Rubinstein). Modelul de arbitraj – A.P.T. este prezentat din perspectiva unui sistem mult mai riguros de analiză, deoarece aceasta se efectuează asupra unui subset reprezentativ selectat din cadrul unui set de titluri, eficient diversificate și care au o cerere pozitivă pe piață.

Studiul eficienței pieței de capital, definirea unui model de echilibru în termeni de rentabilitate și risc, alocarea optimală a resurselor, identificarea factorilor care concură la maximizarea profiturilor și creșterea gradului de eficiență a pieței de capital, reprezintă aspectele majore de interes în cadrul următorului subcapitol intitulat *Eficiența pieței financiare în teorie și practică*. Tema este abordată în context istoric – *Originile teoriei pieței eficiente* -, cu o prezentare detaliată a contribuției lui Fama la definirea conceptului de piațe eficiente, a tipurilor de eficiență a pieței financiare – forma slabă, semi-puternică și puternică –, dar și a revizuirilor conceptuale ulterioare din partea autorului. Teoria piețelor eficiente a arătat economiștilor că (.) comportamentul prețului acțiunilor poate fi privit ca un fenomen economic rațional. Pe de altă parte, nu au întârziat să apară și criticile cercetătorilor. Utilizarea unor seturi sofisticate de date și a computerului au permis unui număr mare de economiști începerea unor cercetări asupra testelor menite să valideze sau să infirme eficiența modelului. Au fost astfel identificate mult mai multe anomalii decât fuseseră avansate de autorul teoremei. Izbucnirea crizei în 2008 a fost momentul în care postulatele raționalității și eficienței piețelor au început să fie puse la îndoială chiar și de autorul lor.

Ultima parte a acestui capitol este dedicată Teoriei așteptărilor, care a câștigat teren și importanță ca urmare a studiilor lui Muth, Sargent, Prescott și Wallace, dar cea mai relevantă contribuție a aparținut, categoric, lui Robert Lucas. Teoria așteptărilor raționale, deși extrem de matematică, a dominat gândirea economică în anii '70 și începutul anilor '80, atât de mult încât lucrările lui Lucas au atras un număr impresionant de discipoli care l-au ridicat la statutul de lider. Modelul teoretic conceput de Lucas a așezat în prim plan rolul informațiilor în cadrul luării deciziilor. Economistul american a încercat să demonstreze că eficacitatea politicii economice depinde de nivelul relativ al informației, precizând însă că informarea corectă cu privire la viitor este limitată. Această abordare a produs o schimbare importantă în felul în care economiștii au formulat așteptările în cadrul unor ipoteze. Incorporarea așteptărilor raționale în modele economice a fost unul dintre cele mai importante progrese înregistrate în teoria economică din deceniul opt al secolului trecut. Teoria așteptărilor raționale a generat dezvoltarea a nenumărate tehnici matematice și statistice noi, și a facilitat unei întregi generații de economiști posibilitatea de a se specializa în aceste tehnici.

Capitolul 2. Analiza tehnică – expresie grafică a sentimentelor. În această etapă de cercetare s-a făcut o trecere în revistă a două elemente de studiu în comportamentul investițional de bază: analiza fundamentală și cea tehnică. Dacă analiza fundamentală ne ajută să studiem evoluția trecută a unei companii, atât cantitativ cât și calitativ, din punct de vedere al indicatorilor economici, dar și al examinării managementului, a politicii companiei, cât și a industriei din care face parte aceasta și a principalilor concurenți, pentru a putea efectua previziuni privind

evoluția sa viitoare și a prețului acțiunilor emitentului, analiza tehnică vine în sprijinul poziționării investitorului pe piață, în vederea construcției unei strategii din dimensionarea poziției și stabilirea punctelor de cumpărare, vânzare și marcarea a profitului, respectiv a pierderilor. Analiza tehnică a fost dezvoltată destul de târziu, în jurul anului 1900, pe baza observațiilor făcute de Charles Dow, primul editorialist al *Wall Street Journal* și cofondator al Dow Jones & Company. Conceptul, asimilat cu destul de multă greutate în lumea financiară ca metodă validă de evaluare a oportunității unei investiții, se bazează pe principii precum: tendința naturală a prețului; prețul cuprinde toate informațiile prezente; suport și rezistență; linii de trend; oscilatori; indicatori; formațiuni grafice; divergente etc. Deși aceste concepte-cheie erau evidente în practică, explicarea lor, la vremea respectivă, s-a dovedit a fi dificilă și cu atât mai greu de cuantificat și integrat într-un sistem de tranzacționare. Analiza tehnică este de fapt o știință și o artă în același timp, deoarece depinde mult de experiența și talentul, intuiția, analistului financiar, ceea ce induce ideea existenței unui grad destul de mare de subiectivitate, element care, trebuie să recunoaștem, apare și în analiza fundamentală, în cadrul construcției ipotezelor de evoluție a unei companii.

Analiza tehnică se folosește vizual, interpretând formațiuni grafice și dinamica prețurilor pe *chart*-uri. Decodarea mesajelor acestor grafice poate indica unde și când o anumită acțiune este oportună a fi cumpărată, respectiv vândută. Dacă în teorie lucrurile par destul de clare și ușor de rezolvat prin folosirea aceluiași concepte și instrumente pe orice piață pe care se tranzacționează liber, în practică, gestionarea nenumăratelor informații, adeseori contradictorii, emise concomitent prin metode de analiză tehnică diferite, se dovedește a fi destul de anevoioasă și complexă. Este nevoie de multă experiență pentru filtrarea corectă a informațiilor, pentru selectarea trendurilor relevante și realizarea conexiunilor necesare pentru estimarea evoluției viitoare a prețurilor valorilor mobiliare, cât și a volumelor de tranzacționare.

În acest capitol al lucrării se regăsește o prezentare succintă a principalelor concepte și a celor mai importanți indicatori din cadrul analizei tehnice, pe baza celor trei componente ale acesteia: analiza tehnică subiectivă, analiza tehnică obiectivă sau statistică și elemente de psihologie investițională. Asupra acestei ultime ipoteze, care întărește ideea implicației subiectivismului în actul de decizie, au fost făcute comentarii extensive în cadrul celorlalte capitole ale lucrării, dedicate studiului aprofundat al comportamentului investitorilor pe piața de capital. Sunt prezentate instrumentele clasice ale analizei tehnice, instrumente care ajută la cercetarea și urmărirea mișcărilor ciclice ale pieței, urmărirea tendinței actuale pentru a stabili când o variație de preț va indica un punct de întoarcere a tendinței și proiectarea în viitor a comportamentului trecut și actual al cursului titlurilor: Teoria Dow, Teoria valorilor Elliott, Teoria undelor Wolfe, Teoria Jenkins, Teoria Gann și Analiza Pitchfork.

În cadrul prezentării teoriilor moderne ale analizei tehnice a fost cuprinsă și abordarea fractalică a acesteia. Acest concept are la bază evoluția ciclică a pieței și similitudinea dinamicii ei cu aceea a compunerii și exprimării fractalilor care surprind *patternuri* ce se repetă în aceleași forme și pe baza aceluiași criterii. Lucrarea dedicată acestei idei revoluționare aparține matematicianului Benoit Mandelbrot, care a reușit să definească proprietățile fundamentale ale fractalilor.

Aplicarea conceptului, potrivit căruia un fractal este o figură geometrică care poate fi separată într-o multitudine de părți, fiecare fiind o reprezentare la scară redusă a imaginii inițiale, a permis analiza evoluțiilor cursului unui activ din perspectiva ipotezei piețelor fractale. Teoria pune accent pe impactul lichidității pieței și orizontului de investiție asupra comportamentului investitorilor.

John Murphy, unul dintre cei mai apreciați analiști tehnici, face un pas mai departe în acest exercițiu excelent de cunoaștere a activelor, înspre care investitorii intenționează să-și orienteze resursele. Murphy pornește în lucrarea sa dedicată studiului analizei tehnice de la următoarele premise, despre care putem spune că stau la baza acestei arte: evoluția pieței include toate informațiile; prețurile se mișcă în trenduri; istoria se repetă; sursele de informare necesare sunt prețul, volumul și pozițiile deschise (*open interest*).

Acestui capitol i-a fost atașat și un suport aplicativ, subcapitolul *Tehnici și strategii de tranzacționare aplicate în piața de capital românească și indici internaționali*, care cuprinde un set complex de reguli de tranzacționare considerate extrem de utile în activitatea de tranzacționare zilnică. Pe lângă aceste reguli de tranzacționare care vizează în special comportamentul participantului la piață și evitarea implicării sale emoționale, există o multitudine de tehnici de tranzacționare care au ca punct de plecare studiul exclusiv al instrumentelor financiare prin prisma evoluției lor matematice: Strategia ADX + Oscilatorul Stochastic; Strategia Ichimoku; Strategia RSI(2); Strategia benzilor Keltner în complementare cu SAR și RMI; Tehnica CCI – *timeframe weekly-daily* cu semnal corecție trend principal; Strategia Mediei exponențiale pivotale 34 în conjuncție cu pivoții zilnici; Strategia SMA(20/150) cu confirmare *pullback* stochastic și semnal MACD.

Capitolul 3. Toleranța la risc și evaluarea activelor financiare abordează comportamentul uman ca factor de influență pe piața de capital, pornind de la nenumăratele constrângeri generate de finanțele tradiționale, în speță de teoria piețelor eficiente, în explicarea nenumăratelor dovezi privind irraționalitatea investitorilor și erorilor repetate de judecată ale acestora.

Anii 1980 au reprezentat perioada în care s-a pus în discuție, foarte serios, congruența modelului piețelor eficiente pentru agregarea bursei de valori cu dovezile econometrice referitoare la proprietățile seriilor temporale ale prețurilor, dividendelor și câștigurilor. Nenumăratele constrângeri în explicarea modelelor empirice – în special cele legate de investitorii particulari, de modul în care acționează pe piață sau cum își alcătuiesc portofoliile, ori cele legate de modul în care randamentele variază în funcție de acțiuni din alte motive decât cele legate de risc – demonstau tot mai mult rolul limitat al finanțelor tradiționale în lămurirea unor aspecte importante. Anomaliile depistate au declanșat punerea în discuție a fundamentelor de bază ale teoriilor finanțelor neoclasice, subiect care este amplu tratat în cuprinsul acestui capitol al lucrării.

Sunt abordate diferitele puncte de vedere ale unor reputați cercetători preocupați de găsirea dovezilor privind irraționalitatea și erorile repetate de judecată de pe piața financiară. Michael Pompian, de exemplu, grupează anomaliile care contrazic ipoteza piețelor eficiente în trei categorii: fundamentale, tehnice și

calendaristice. Mulți au abordat cercetarea anomaliilor plecând de la constatarea că subreacția investitorilor apare pe orizonturi scurte, în timp ce reacția exagerată apare pe orizonturi mai lungi, dar fiecare lucrare a venit cu propria explicație. Impasul finanțistilor neoclasici în descifrarea și raportarea unui număr tot mai mare de anomalii la modelele financiare teoretice existente a determinat migrarea interesului la frontiera cu disciplinele sociale.

Investigarea modului în care se comportă oamenii, individual sau în grup, a felului în care iau deciziile sau se raportează la mediul socio-politic, a determinat conectarea finanțelor la psihologie, sociologie, antropologie, științe politice, oferind noi perspective teoretice și practice de abordare a fenomenelor anormale de pe piețele financiare, necongruente cu cadrul analitic sugerat de teoriile finanțelor neoclasice. Ideea principală avansată în nenumăratele cercetări, care au început să prolifereze în domeniul noii discipline apărute în peisajul academic după 1990 – finanțele comportamentale –, a fost aceea că există un comportament de investiții, care diferă de ceea ce presupune paradigma finanțelor tradiționale, și că acest comportament influențează piețele financiare.

În febra găsirii unor explicații „logice” asupra modului în care sunt luate deciziile și funcționează piețele financiare, nenumăratele dovezi privind comportamentul irațional al investitorilor au condus treptat la abandonarea conceptelor dominante ale finanțelor neoclasice. Mai mult chiar, s-a acreditat ideea că secolul 21 va fi „behavioristic” ... sau nu va fi deloc. În urma nenumăratelor observații și teste efectuate, cercetătorii au putut demonstra că, de cele mai multe ori, convingerile oamenilor sunt predictibile în privința deformării deciziilor. În majoritatea cazurilor, sursa problemei este una cognitivă. Procesul de decizie prin care investitorii descoperă singuri lucruri, de obicei, prin încercare și eroare, duce la dezvoltarea unor norme generale de evaluare sau reguli de bun simț. În subcapitolul *Erori comportamentale care afectează deciziile financiare*, sunt abordate erori specifice (*biases*) întâlnite în raționamentul investitorilor, cu aplicații la peste 50 de astfel de deformări ale comportamentului în finanțe.

Atitudinea față de risc este o altă temă importantă abordată în următorul subcapitol, intitulat *Teoria aversiunii la risc*. Studiile întreprinse în domeniu ilustrează dificultatea definirii comparative a aversiunii individuale față de risc în funcție de preferințele individuale sau de circumstanțe. Nenumărate cercetări aplicative efectuate în domenii asociate finanțelor comportamentale – psihologie, sociologie, neurologie etc. – ilustrează faptul că toleranța la risc reprezintă un subiect explorat cu mult interes. În ciuda acestui fapt, există numeroși autori care au venit cu argumente privind lipsa de coerență în ceea ce privește modul în care s-a definit, interpretat și măsurat atitudinea individuală față de risc, în speță, toleranța la risc financiar. Cercetarea literaturii de specialitate scoate în evidență faptul că, deși importanța evaluării toleranței riscului financiar este bine documentată, în practică, procesul de evaluare tinde să fie foarte dificil din cauza complexității conceptului și naturii subiective a asumării de riscuri. Sunt trecuți în revistă factorii care determină asumarea riscului financiar și toleranța la risc, dincolo de cei pur psihologici: sexul, vârsta, educația, starea civilă, ocupația, veniturile, rasa, etnia etc. Interesante și, ca atare, demne de amintit în lucrare, sunt și studiile întreprinse în domeniul comportamentului, care arată

interacțiunea dintre procesele neurochimice și comportamentul uman, cu aplicație în domeniul investițiilor pe piața de capital. Diferitele studii amintite în prezenta cercetare demonstrează că riscul poate căpăta dimensiuni multiple în funcție de perspectiva de abordare.

În subcapitolul *Metode de măsurare a toleranței față de risc*, sunt prezentate sisteme de măsurare recunoscute sau instrumente validate pentru a stabili toleranța unei persoane în privința riscului financiar sau preferința sa investițională. Cele mai frecvente metode de evaluare a toleranței la risc întâlnite în literatura de specialitate – alegerea dilemelor (*choice dilemmas*), teoria utilității, măsurătorile obiective, judecățile euristice și evaluarea subiectivă – sugerează că evaluarea toleranței în fața riscului financiar este esențială pentru alocarea optimă a resurselor limitate de capital. Din păcate, potrivit opiniei multor autori, sunt foarte puține sisteme de măsurare recunoscute sau instrumente validate pentru a stabili toleranța unei persoane în privința riscului financiar sau preferința sa investițională.

Capitolul 4. Teoria sentimentelor investitorilor și influența acestora asupra piețelor de capital. Analizele efectuate de-a lungul prezentei cercetări ilustrează că într-un context real, multe dintre deciziile lui „homo economicus” sau ale omului economic rațional din cadrul teoriei finanțelor clasice nu au putut fi susținute în fața distorsiunilor psihologice, adeseori cruciale în situații critice sau de criză în arena investițiilor. De-a lungul anilor, mulți cercetători au ajuns la concluzia că psihologia investitorilor joacă un rol deosebit de important în determinarea comportamentelor pe piețele financiare.

Opinia generală actuală arată că finanțele comportamentale au contribuit la o mai bună înțelegere a comportamentului investitorilor și a practicilor reale de pe piață, multe percepții, stări emoționale, sentimente sau atitudini aparent iraționale contribuind la adoptarea unor decizii mai bune în situații complexe sau complicate.

Abordarea cercetării în cadrul acestui capitol, efectuată din perspectiva factorilor non-economici, a facilitat investigarea aprofundată a comportamentului investitorilor dincolo de presupunerea existenței unei raționalități stricte sau a prezenței arbitrajului în cadrul paradigmei finanțelor tradiționale. Susținătorii finanțelor comportamentale postulează că unii participanți de pe piață pot să prezinte caracteristici iraționale și că, prin comportamentul lor, ar putea afecta rezultatul prețurilor activelor și chiar comportamentul altor investitori. În acest context, sentimentul investitorilor devine un factor cheie care poate explica prezența unor denaturări ale pieței, cum ar fi arbitrajul limitat, care fac prețurile activelor să se abată de la linia de echilibru.

În pofida multor evidențe, cercetătorii nu au căzut de acord asupra unei definiții comune în ceea ce privește sentimentul investitorilor. În literatura de specialitate găsim o gamă întregă de definiții, care variază de la abordări greoaie privind percepțiile investitorilor, până la cele mai pătinoare din punct de vedere al modelelor psihologice avute în vedere.

În urma cercetărilor efectuate, problema pe care și-o pun acum specialiștii financiari nu se mai referă la capacitatea sentimentelor de a afecta prețurile titlurilor de pe piața de capital, așa cum se întâmpla în urmă cu mai mulți ani, ci se referă mai

degrabă la modul în care se poate măsura sentimentul investitorilor și cum se pot cuantifica efectele sale, temă tratată pe larg în cadrul subcapitolului *Metode de măsurare a sentimentului investitorilor*. Principala dificultate întâmpinată în măsurarea sentimentului constă în faptul că cercetătorii nu au încă o idee clară despre ceea ce pretind a măsura. O trecere rapidă în revistă a lucrărilor care abordează această temă arată că termenul de sentiment prezintă multe conotații, în funcție de context, motiv pentru care cercetătorii încă nu au căzut de acord asupra unei definiții simple și clare a sentimentului, agreată unanim. În acest context, este evident faptul că nu se poate vorbi despre o abordare comună în ceea ce privește modul în care sentimentul poate fi măsurat. Zecile de măsurători existente variază în funcție de scopul urmărit, de indicatorii folosiți sau de înlocuitorii acceptați pentru sentimentul investitorilor.

Subcapitolul *Efectele sentimentului investitorilor asupra piețelor de capital* este dedicat în totalitate comportamentului mimetic al investitorilor, efectul de turmă explicând în cele din urmă de ce o tendință poate continua o perioadă lungă de timp pe piață și de ce evaluările financiare pot deveni atât de extreme încât să pară scandaloase celor care cred că oamenii ar trebui să își bazeze raționamentele pe o anumită valoare fundamentală calculabilă.

Investitorii implicați în activitatea piețelor financiare s-au confruntat, indiferent de timp sau de loc, în mod frecvent, cu dificultăți legate de alegerea unei variante, opțiunea fiind marcată de manifestări conflictuale între abordarea personală rațională și cea a instinctului primar, de turmă, care conduce procesul decizional, de multe ori, într-o direcție diferită, dacă nu chiar opusă. Chiar și profesioniștii cu experiență pe piața de capital, care nu fac altceva decât să prognozeze și să depășească gândirea sau înțelegerea celorlalți participanți, se întâmplă să cadă în această plasă a instinctului de turmă, într-un moment în care gândirea și decizia contrară ar fi fost cu adevărat potrivite sau necesare. Criza financiară care s-a manifestat la nivel mondial în aceste decenii a făcut ca problema comportamentului de turmă al investitorilor să devină un subiect de mare interes. Atunci când indivizii se confruntă cu situații încărcate emoțional, ei caută semnale din partea celorlalți, pentru a se alinia coerenței comportamentului de grup.

Literatura de specialitate care se ocupă cu studiul stărilor emoționale ce influențează procesul de luare a deciziilor este bogată în documentări menite să demonstreze că alegerile, pozitive sau negative, sunt făcute în funcție de starea de dispoziție a persoanelor investigate, contribuția autorilor fiind deosebit de importantă pentru decodarea elementelor care stau la baza anomaliilor întâlnite pe piețele financiare. Subcapitolul intitulat *Influența stărilor afective sezoniere asupra randamentului pieței de capital* prezintă cele mai multe anomalii întâlnite în practica financiară, altele decât cele fundamentale și tehnice, încadrate într-o categorie mai largă, denumită anomalii calendaristice. Deși este analizat un număr relativ restrâns al anomaliilor calendaristice, acestea sunt semnificative din punct de vedere statistic. În acest moment se manifestă aproximativ 9.500 de manifestări ale anomaliilor calendaristice. Dintre acestea, doar unele rămân semnificative, deoarece anomaliile nu persistă pe termen lung. În mod surprinzător, ele își pierd puterea de predicție

atunci când sunt descoperite. Toate aceste anomalii identificate conduc la schimbări în starea de optimism sau de aversiune față de risc, dispoziții care, la rândul lor, afectează deciziile de tranzacționare.

Aceste studii demonstrează că prețurile acțiunilor de pe piață pot fi influențate de schimbările în starea emoțională a investitorilor chiar și atunci când evenimentele de bază sunt neutre din punct de vedere economic, din perspectiva costurilor și beneficiilor directe.

Capitolul 5. Studiu de caz: Comportamentul investitorilor din piața românească de capital prezintă rezultatele unui sondaj personal efectuat în prima parte a anului 2019 cu scopul de a examina caracteristicile investitorilor din România și de a analiza procesul decizional și alegerile făcute de aceștia, din perspectiva finanțelor comportamentale.

Obiectivul cercetării practice este acela de a identifica prezența, modul de manifestare și gradul de penetrare/influențare al predilecțiilor cognitive în actul investițional al participanților din piața de capital autohtonă. În acest sens s-a plecat de la o bază de chestionare cu o arie de aplicabilitate fundamentată pe criterii de vârstă, gen, nivel educațional, disponibilități financiare, statut social și situație ocupațională. Prelucrarea răspunsurilor a avut ca scop relevarea următoarelor obiective specifice: înțelegerea perspectivei de risc a investitorilor autohtoni; impactului sentimentelor primare în decizia de investire; identificarea resorturilor de gândire și decizie în activitatea investițională a respondenților.

Ipotezele cercetării au pornit de la ideea că participanții la piață tind să utilizeze euristici simplificatoare pentru a emite judecăți complicate. Plecând de la acest concept valabil în majoritatea acțiunilor cognitive ce stau la baza comportamentului uman, s-a prezumat ideea că și în actul investițional participantul la piață va modela informația existentă prin prisma șabloanelor de gândire rapidă, și abia după aceea a aprecierilor raționale, a judecăților de valoare și logică. Intersectarea celor două sisteme generează divergențe în luarea deciziilor în mod omogen, adesea deciziile fiind diferite pentru situații cu un rezultat probabilistic identic. În rândul investitorilor autohtoni este de așteptat să se regăsească șabloane cognitive din următoarele categorii: sentimentul posesiunii, conservatorism, ancorarea, aversiunea față de pierdere, regretul, maparea, spiritul de turmă ș.a.

Metoda de cercetare folosită a fost cantitativă, prin adresarea online a unui chestionar cuprinzând un set de întrebări închise. Distribuția chestionarului a avut ca obiectiv atingerea tuturor categoriilor investiționale existente prin concentrarea directă înspre societăți de brokeraj, administratori de fonduri de investiții, administratori de fonduri de pensii, specialiști, grupuri publice dedicate, consultanți financiari, investitori HNWI (*High-Net-Worth Individuals*).

Modul de manifestare și gradul de penetrare/influențare al predispozițiilor cognitive a fost observat prin aplicarea unui instrument de cercetare ce a însumat 19 întrebări specifice domeniului finanțelor comportamentale și șase întrebări pentru stabilirea statutului socio-profesional. Definirea statutului socio-profesional a avut ca scop identificarea vârstei, genului, disponibilităților financiare, nivelului educațional, statutului social și gradului ocupațional. Pentru a oferi relevanță sporită

a cercetării, au fost selectate doar răspunsurile de la investitori care s-au declarat ca având o minimă experiență în domeniul piețelor de capital. Prelucrarea răspunsurilor a condus la emiterea de judecăți calitative asupra gradului de influențare a participanților de către anumite predilecții cognitive, identificarea acestora și modul în care afectează comportamentul rațional al investitorilor.

Modelarea matriceală a răspunsurilor înregistrate a permis obținerea de argumente solide ce demonstrează că investitorul autohton este adesea ghidat teoretic de prezumțiile teoriei piețelor eficiente, dar comportamental și decizional se lasă influențat de multiple prejudecăți și predilecții comportamentale ce îi diminuează eficiența investițională. Se remarcă astfel prezența semnificativă a sentimentului de supra-încredere ca fiind una dintre cele mai răspândite erori de sentiment, îmbrăcând fie forma supraestimării abilităților investiționale, fie supraevaluarea capacităților de identificare a direcției pieței sau a anumitor active. Efectele directe ale acestei anomalii se reflectă în portofoliu sub forma randamentelor suboptimale, tradingului excesiv și slabei diversificări. Alte sentimente ce influențează major comportamentul investitorilor autohtoni având puterea de a genera șabloane comportamentale sunt frica, respectiv regretul. Percepția față de pierdere nu numai că înregistrează valori diferite de la o persoană la alta, dar și în cazul aceluiași individ ea este variabilă în funcție de context. Influența prezentului este definitorie și schimbă pe termen scurt percepția asupra pierderii. Regretul de a fi ratat oportunitatea unui profit cântărește deopotrivă de mult în conștiința investitorilor și, în mod particular, capătă o importanță sporită în rândul investitorilor profesioniști sau al celor cu experiență. Aceste categorii de investitori profesionali poartă răspunderea justificării în fața celorlalți, ipostază care stârnește puternice sentimente de regret privind retrospectiv la performanța ratată. Așadar, în anumite situații, chiar categoriile care se prezumă a fi mai raționale în raport cu abordările lor față de piață și delimitările față de predispoziții cognitive sunt predispuse să adopte șabloane emoționale suplimentare.

Teoria clasică prezintă investitorul din piața de capital într-o lumină rațională, nealterată de evenimente psihologice externe, influențe sau predispoziții comportamentale și într-o asiduă căutare a maximizării profitului în condiții de adaptare a riscului.

Teoria comportamentală înlătură această imagine idealizată a investitorului și îi dă conotații umane, în care acesta se ghidează în procesul investițional nu numai prelucrând și aplicând vasta resursă economică existentă, dar și aplicând conștient sau nu propriile șabloane comportamentale.

Din studiul răspunsurilor oferite de către cei 236 de investitori la cele 19 întrebări ale chestionarului aplicat rezultă că investitorul tipic al pieței de capital românești se regăsește prin atitudine și decizie mai mult în litera și spiritul teoriei comportamentale, nu însă fără a înțelege într-o măsură consistentă importanța investițiilor printr-o abordare pragmatică și rațională.

Concluzia spre care orientează rezultatele studiului indică imperativul conlucrării celor două teorii, care se completează, funcționează precum o ecuație cu două necunoscute dependente una de cealaltă, indisolubil legate și permanent conectate.

Problematika cercetării a fost structurată astfel încât noutatea științifică și valoarea practică a lucrării să rezide în demonstrarea ipotezei că finanțele comportamentale dețin într-adevăr instrumente puternice, nu numai în înțelegerea mai profundă a cauzelor intuitive a unora dintre comportamentele investitorilor legate de luarea deciziilor financiare, ci și în folosirea lor eficientă în activitatea practică de pe piața de capital. Aceste instrumente ajută profesioniștii din domeniul investițiilor financiare să dobândească o înțelegere mai profundă a direcțiilor de abordare a deciziilor lor, cât și celor ale clienților lor.

Finanțe comportamentale ilustrează faptul că în ultimii 50 de ani, teoria și practica financiară au cunoscut o evoluție fără precedent. Cercetarea academică a avut un rol hotărâtor în înțelegerea modului în care funcționează piețele financiare, cât și a comportamentului investitorilor. Cercetarea academică a stimulat inovația financiară și a condus la dezvoltarea piețelor și a noi instrumente financiare.

Cercetarea întreprinsă demonstrează faptul că, fie și numai simpla conștientizare a existenței distorsiunilor cognitive și a slăbiciunilor inerente condiției umane în luarea deciziilor, ajută într-o proporție semnificativă la evitarea acestora, iar abordarea lor activă poate oferi rezultate îmbunătățite.

O concluzie crucială este că o aplicare mai largă a constatărilor științei finanțelor comportamentale are nu numai capacitatea de a îmbunătăți randamentul investițiilor participanților la piață, ci și de a ameliora derapajele comportamentale iraționale, contribuind la reducerea tendinței acestora de a genera crize financiare sau alte evenimente dramatice.

Potrivit obiectivelor urmărite, este de așteptat ca această lucrare să contribuie la dezvoltarea studiilor teoretice și empirice în domeniul luării deciziilor în finanțele comportamentale, generând interes pentru continuarea dezbaterilor și cercetărilor asupra modului în care agenții economici, investitorii etc. pot deveni mai eficienți în adoptarea deciziilor financiare corecte.