

Câteva indicii privind comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Rezultatele unei anchete

Victor DRAGOTĂ

Academia de Studii Economice, București
victordragota@yahoo.com

Vlad ȘERBĂNESCU

BRD Societate de Administrare a Fondurilor de Pensii Private
vlad.serbanescu@brd.ro

Rezumat. *Prezentul studiu creionează câteva caracteristici ale investitorilor autohtoni de pe piața de capital din România, oferind indicii cu privire la o serie de aspecte precum interesul acestora față de ofertele publice inițiale, modul de fundamentare a deciziilor, opțiunile investiționale ale acestora și, nu în ultimul rând, percepțiile investitorilor asupra riscului.*

Cuvinte-cheie: piața de capital; investitori; comportament; creștere economică; România.

Coduri JEL: G11, G19.

Cod REL: 11G.

1. O amintire și o perspectivă: cazul Caritas din Cluj-Napoca și criza financiară declanșată în 2007

Se pot aduce numeroase argumente în favoarea unui studiu al comportamentului investitorilor de pe o anumită piață de capital. Printre acestea se pot număra rațiuni ce țin de marketing precum crearea condițiilor pentru îmbunătățirea relațiilor cu clienții societăților de servicii de investiții financiare. În același curent pragmatic, se poate miza pe identificarea unor mijloace prin intermediul cărora companiile interesate să își poată asigura în condiții mai bune finanțarea prin intermediul pieței financiare. La nivel macroeconomic, prin asigurarea accesului unui număr cât mai mare de investitori pe piața financiară, în condițiile finanțării unor entități economice viabile, se poate asigura creșterea economică la nivel național. Din punct de vedere științific, analiza evoluțiilor prețurilor activelor listate la bursă în relație cu anumite particularități ale comportamentului investitorilor poate constitui un aspect de interes.

Ca principiu teoretic general acceptat, performanța unei economii depinde în mare măsură de alocarea eficientă a resurselor financiare. În funcție de caracteristicile sistemului financiar, importanța pieței de capital în finanțarea întreprinderilor joacă un rol mai mult sau mai puțin important, dar rămâne o prezență constantă pentru toate țările cu economie de piață (Dragotă și colectiv, pentru o prezentare detaliată). În plus, o maximă afirmă că bursa de valori reprezintă un „barometru al întregii economii”, maximă aplicabilă desigur în cazul economiilor cu piețe de capital dezvoltate. De cele mai multe ori, se afirmă axiomatic că deciziile investitorilor sunt raționale, mizându-se, măcar ca tendință la nivelul pieței, pe trăsături precum aversiunea față de risc, anticipările omogene etc., idei menționate în orice manual de evaluarea activelor financiare și managementul portofoliului (Dragotă, Dragotă, Dămian, Mitrică, 2003). Cu toate acestea, realitatea infirmă în suficiente cazuri aceste prezumții.

Pentru o economie ale cărei performanțe continuă să fie departe de potențial, precum este cazul României, poate fi simptomatic faptul că adeseori accentele sunt puse pe importanța procurării resurselor financiare (vezi, de exemplu, prezența declarațiilor de tip slogan din partea oficialităților române, în sensul încurajării obținerii de resurse financiare, preferabil externe), fără a se manifesta același interes și față de modul de utilizare a acestor resurse. Alocarea ineficientă a resurselor financiare va conduce la o creștere economică mai lentă sau chiar la creștere economică negativă. La foarte mulți ani după revoluția anticomunistă din 1989, în economia României continuă să fie prezente întreprinderi sau chiar sectoare ineficiente, în timp ce anumite oportunități viabile sunt în continuare neglijate.

Nu se poate afirma că românii nu ar fi interesați să investească. Dimpotrivă, după 1989, în numeroase rânduri, investitorii din România au demonstrat un interes debordant pentru oportunitățile investiționale ale epocii, manifestat printr-un optimism excesiv și tendința de a copia comportamentul investițional al altor agenți (vezi similitudinea cu Shiller, 1984). Acestea au îmbrăcat forme diverse, de la scheme piramidale până la investiții în bănci aparent profitabile.

Un studiu de caz interesant pentru redarea comportamentului investitorilor români poate fi dat de „fenomenul” Caritas⁽¹⁾, unul dintre cele mai importante „jocuri de întraajutorare”, concept ce desemna jocurile de tip piramidal (scheme Ponzi). În contextul unui istoric îndelungat în care economia României nu a beneficiat de experiența unei economii de piață autentice (Dragotă și colectiv, 2009), Caritas a fost lansat în 1991, fiind organizat de compania „Caritas” din Cluj-Napoca. Sistemul promitea investitorilor, după trei luni, multiplicarea de 8 ori a sumei investite inițial. Caritas-ul a atras un număr ridicat de deponenți din întreaga țară⁽²⁾. După ce a funcționat timp de circa doi ani, plățile au încetat în octombrie 1993. Organizatorul „jocului” a fost condamnat în 1995 la un total de 7 ani de închisoare pentru fraudă, însă a făcut apel în mod repetat, pedeapsa reducându-se la numai un an și jumătate. Ceea ce este interesant este șirul manifestărilor din jurul „fenomenului” Caritas, descrise de Bălașa (2008). Patronul „jocului” era privit la momentul în care sistemul funcționa ca un binefăcător public, cu accente de natura divinizării de tip religios. O parte din autoritățile publice (vezi primarul municipiului Cluj-Napoca) susțineau în mod fățiș jocul, deși nimeni nu identifica sursele de creare de valoare ca urmare a investirii sumelor în proiecte rentabile. În același context, se poate menționa apariția unei lucrări care glorifica fenomenul Caritas, titlul fiind sugestiv – „Fenomenul Caritas sau Mântuirea românilor prin ei înșiși” (autori: Dan Zamfirescu și Dumitru Cerna, Ed. Raza Vânturilor, 1993). În plus, se poate menționa și înființarea unei organizații în scopul apărării Caritas (Asociația Pro-Caritas, care „va respinge și va combate prin toate mijloacele legale și democratice atacurile nefondate împotriva acestui circuit de întraajutorare” – vezi Bălașa, 2008).

Din punct de vedere economic, Caritas nu a reprezentat decât o escrocherie – fondurile procurate de Caritas nu au fost investite în proiecte profitabile, nu a fost generată în niciun caz valoare adăugată. Pe de altă parte, din punct de vedere financiar, a avut loc un proces de redistribuire a unor resurse financiare. Există investitori care au profitat de pe urma Caritas. La nivelul municipiului Cluj-Napoca se manifesta o inflație locală, datorită veniturilor disponibile mai mari și se discuta de un număr de 200.000 de milionari, rezultați ca urmare a „jocului” (Bălașa, 2008). Aceștia au profitat de naivitatea celorlalți deponenți, mass media din perioada respectivă relatând cazurile unor persoane care și-au vândut inclusiv casele în care locuiau în speranța câștigului facil.

Câteva aspecte pot fi subliniate încă de aici, creând similitudini cu unele dintre realitățile crizei financiare mondiale declanșate în 2007: (i) *dezinteresul complet al investitorilor față de modul de utilizare al resurselor investite*. În ceea ce privește acest aspect, investitorii în instrumentul financiar Caritas așteptau multiplicarea sumelor investite pe considerentul că acești bani vor fi procurați de la alți deponenți. Deși matematic era clar că sistemul va intra la un moment în colaps, în cel mai fericit caz investitorii mizau pe recuperarea sumei înainte de acest moment. Pe de altă parte, reinvestirea sumelor câștigate de către mulți investitori în mod constant infirmă acest scenariu pentru numeroase cazuri. (ii) Se poate remarca aici *demarcația mentală existentă între economia reală și investițiile financiare realizate*: investitorii se așteaptă

la câștiguri, deși sursa acestora în economia reală nu exista (nimeni nu producea valoare adăugată prin investirea resurselor financiare procurate). Acest fenomen poate fi cauzat fie de dorința de a specula naivitatea celorlalți investitori, fie de propria naivitate. (iii) *dezinteresul pentru control al investitorilor*. Pierderea suferită de investitorii de la Caritas ar fi fost limitată la 80% din suma investită inițial în cazul în care sistemul ar fi respectat propriul regulament. Cu toate acestea, investitorii nu își puneau problema monitorizării activității Caritas. Astfel de fenomene se regăsesc și în numeroase cauze declanșatoare ale crizei financiare începute în 2007. Simptomatic, în context, mass media relatează și de un joc Ponzi (vezi, de exemplu, Frank, Efrati, Lucchetti și Bray, 2009).

Pentru cazul României, la acestea se poate adăuga faptul că, în contextul existenței unui număr relativ ridicat de experiențe nefericite, în care implicarea oficialităților a fost de multe ori ambiguă, s-a creat probabil un sentiment de neîncredere în întregul sistem financiar pentru numeroși investitori potențiali. În plus, cât timp, din punct de vedere istoric, România nu a beneficiat de o economie de piață autentică (vezi Dragotă și colectiv, 2009), astfel încât acest tip de experiențe poate fi considerat de majoritatea investitorilor ca având caracter de regulă și nu de excepție.

Aceste semne de întrebare legate de modul în care investitorii din România își fundamentează judecățile de valoare se suprapun cu problemele puse în discuție și în alte studii efectuate pe cazul unor piețe de capital mult mai dezvoltate. Astfel, dacă investitorul este definit în mod tradițional ca fiind rațional și caracterizat prin aversiune față de risc, Shiller (1984) evidențiază rolul extrem de important al modei în influențarea cursului bursier al acțiunilor: investitorii realizează investițiile la bursă în perioadele în care se creează o modă în acest sens (și în cazul jocurilor de întrajutorare, investirea în acestea devenise o modă pentru numeroși români). În același context, Poterba și Summers (1986) remarcă persistența volatilității pe piața de capital, ceea ce creează de asemenea semne de întrebare privind posibila alocare eficientă a resurselor financiare.

Prezentul studiu valorifică rezultatele unei anchete la care au avut bunăvoința să răspundă mai mulți investitori pe piața de capital din România. Întrebările adresate acestora au avut în vedere nu numai aspecte legate de piața de capital, ci și de alte componente ale pieței financiare, pentru anumite aspecte specifice. Prezentul studiu poate oferi o imagine asupra comportamentului investitorilor români ce acționează pe piața de capital din România, în condițiile în care numărul studiilor efectuate în acest domeniu este limitat.

Prezentul studiu este structurat după cum urmează. În Secțiunea 2 este prezentat stadiul cunoașterii în domeniu. În Secțiunea 3 sunt prezentate câteva caracteristici de bază ale investitorilor, iar în Secțiunea 4 este creionat profilul investițional. În ultima secțiune sunt prezentate concluziile studiului.

2. Studii anterioare privind comportamentul investitorilor pe piața de capital din România

Finanțele clasice pornesc de la ipoteza eficienței pieței de capital. În această ipoteză, sunt luate în considerare atât aspectele ce țin de natura informațională, abordată în majoritatea studiilor din domeniu, dar și componenta alocațională și cea operațională. Totodată, în general, se consideră că agenții care acționează pe piața de capital sunt caracterizați prin raționalitate și prin aversiune față de risc.

Cu toate acestea, există anumite fenomene manifestate pe piață care par să infirme aceste prezumții cu caracter normativ, ce au fost puse în lumină de numeroase studii, între care teoriile comportamentale joacă un rol important. Ca o similitudine, teoria piețelor eficiente poate fi asemuită cu ipoteza unui mediu lipsit complet de forțe de frecare din fizică, utilă pentru înțelegerea fenomenelor, dar nu întotdeauna suficientă. Astfel, fenomene precum crizele financiare implică luarea în considerare a unor factori relativ neglijați. Faptul că deciziile economice sunt luate de oameni, prin natura lor adesea subiectivi, a fost reliefat în numeroase studii de mult timp (vezi, de exemplu, Allais, 1953, Shiller, 1984). În context, pe piața de capital din România, anumite studii au pus în discuție însăși capacitatea de evaluare a investitorilor (Dragotă, Mitrică, 2004).

În ceea ce privește chestionarea directă a investitorilor de pe piața de capital din România, abordarea nu este nouă. Printre studiile care abordează acest fenomen menționăm pe cele elaborate de Vasilescu și Vătu (2004a, 2004b, 2004c), rezultate pe baza analizei unui chestionar adresat, în martie 2003, unui număr de 74 de investitori persoane fizice române și străine, de profesii și categorii diferite de vârstă. Deși eșantionul este limitat, studiile pot crea o imagine asupra comportamentului investițional al persoanelor fizice pe piața de capital din România. Vasilescu și Vătu (2004a, 2004b, 2004c) arătau că, la acel moment: (i) investitorii persoane fizice nu aveau o experiență prea vastă privind plasamentele de capital (jumătate începuseră să investească în urmă cu un an, și numai 32,43% din 1997, deci cu șase ani în urmă). (ii) în adoptarea deciziei de investire, cea mai mare parte a investitorilor urmăreau câștigurile din variații favorabile ale prețului acțiunilor, pe o perioadă mai mică de un an (49,52% dintre cei chestionați urmăreau creșterea prețului acțiunilor pe o perioadă scurtă, și numai 27,63% încasarea de dividende). (iii) cele mai utilizate surse de informații erau bilanțul contabil, articolele din ziarele de specialitate și evoluția cotațiilor zilnice ale acțiunilor, precum și recomandările analiștilor financiari; totuși, unii investitori foloseau ca sursă de informare numai evoluțiile zilnice ale cotațiilor bursiere ale acțiunilor. (iv) cel mai important indicator pe baza căruia se luau deciziile de cumpărare îl reprezenta lichiditatea titlurilor, urmat de volatilitatea titlurilor.

Un alt studiu cu o abordare relativ similară este cel realizat de o companie specializată în studiul pieței de capital din România, Prognosis.ro - Capital Market Research, comunicatul de presă al acesteia fiind dat la 7 ianuarie 2008. Sondajul a fost realizat online pe un eșantion de 361 de investitori activi la Bursa de la București. Din acest punct de vedere, se poate ridica o problemă privind modul de selecție al

eșantionului: acesta include numai respondenți care utilizează internetul și răspund din proprie inițiativă la chestionarul propus (intrând pe site-ul respectiv), ceea ce poate crea o influențare a rezultatelor. Pe de altă parte, avantajul evident al studiului este dimensiunea eșantionului (cea mai mare de până în prezent). Din punct de vedere al trăsăturilor investitorilor, se pot aminti: (i) cei mai mulți investitori aveau între 26-35 ani; (ii) din punct de vedere al studiilor, majoritatea erau absolvenți de studii superioare; (iii) aproape un sfert dintre respondenți începuseră să investească la BVB în anul anterior comunicatului, confirmând lipsa de experiență constată și de Vasilescu și Vătuș (2004a, 2004b, 2004c), peste 60% din total aveau o experiență de 3 ani, și numai 10% dintre respondenți erau investitori activi înainte de anul 2000 (peste 8 ani de experiență). (iv) doar 16% dintre investitori se bazau în principal pe sfatul brokerului atunci când luau o anumită decizie de tranzacționare. Peste 70% dintre respondenți luau deciziile de tranzacționare în principal în urma analizei proprii a cotațiilor acțiunilor și a rezultatelor financiare ale emitenților (Prognosis.ro - Capital Market Research, 2008).

Prezentul studiu are în vedere un alt set de întrebări legate de comportamentul investitorilor, precum și o actualizare a informațiilor legate de comportamentul investitorilor.

3. Câteva caracteristici de bază ale investitorilor români

Pentru construirea bazei de date, s-a făcut apel la o anchetă la care au răspuns 148 de investitori activi pe piața de capital din România, în perioada 20 martie 2008 – 20 ianuarie 2009. Trebuie subliniat că, asemenea studiilor anterioare (Vasilescu, Vătuș, 2004, Prognosis.ro – Capital Market Research, 2008), eșantionul este modest, motiv pentru care avem o încredere relativ limitată în rezultate. Astfel, chiar dacă numărul investitorilor individuali care acționează pe piață este bruiat de numărul mare de investitori pasivi, apăruti ca urmare a programului de privatizare în masă, estimați la 8-9 milioane, anumite cifre aproximează numărul investitorilor activi la 9.000-10.000.

Prin studiu, s-au obținut informații legate de opțiunile investiționale ale jucătorilor la bursă, atitudinea lor față de risc, modalitățile de protejare împotriva acestuia, sursele de informare și frecvența la care investitorii apelează la acestea, previziunile lor în legătură cu randamentele portofoliilor deținute, dar și o serie de informații demografice cu privire la statutul profesional și funcția ocupată, nivelul și natura studiilor, vârsta, precum și vechimea acestora pe piața de capital din România. Respondenții au primit fie direct, fie prin poșta electronică un chestionar incluzând 17 întrebări. Chestionarul a fost adresat investitorilor individuali români.

În ceea ce privește vârsta, jumătate dintre investitori au o vârstă între 25 și 34 ani, iar peste 90% au sub 50 de ani. Se poate remarca faptul că numai 9,46% dintre respondenți au peste 50 de ani. Fenomenul poate denota un relativ conservatorism în ceea ce privește investițiile realizate de această categorie de vârstă pe piața de capital, fenomen strâns legat de faptul că la momentul anului 1995, anul înființării Bursei de Valori din București, pregătirea lor prin intermediul diferitelor forme de învățământ era

finalizată. În același timp, potențialul investițional poate fi apreciat, 19,59% din respondenți având sub 24 de ani. Rezultatul confirmă din acest punct de vedere rezultatele obținute de Prognosis.ro - Capital Market Research (2008).

Ca și în cazul studiului Prognosis.ro - Capital Market Research (2008), se confirmă că, din punct de vedere al nivelului de educație, majoritatea investitorilor au studii superioare (89,19% din respondenți) și chiar postuniversitare (9,46% din total, procentul de 89,19% incluzându-i și pe aceștia). Se poate remarca, de asemenea, preponderența investitorilor cu studii economice (68,92%), dar și prezența unui număr de 23,97% cu studii tehnice.

În ceea ce privește domeniul de activitate în care acționează investitorii, regăsim o pondere extrem de importantă a domeniului financiar-bancar (81,76%). Se poate remarca și faptul că numărul respondenților care acționează în acest domeniu este superior celui care au studii economice. Procente mai mici, dar totuși semnificative la nivelul eșantionului, regăsim pentru domenii precum cele informatic și energetic (ambele cu câte 7,43% dintre răspunsuri).

Un aspect interesant este dat de experiența investitorilor. Astfel, 95,95% dintre respondenți investesc de mai puțin de 6 ani, iar 83,78% de mai puțin de patru ani (numai 4,05% dintre investitori au o experiență mai mare de patru ani). Acest rezultat poate fi coroborat cu cele ale lui Vasilescu și Vătui (2004a, 2004b, 2004c) și Prognosis.ro - Capital Market Research (2008), care evidențiau relativa lipsă de experiență în investire a celor intervievați. Astfel, se poate conchide că, pentru numeroși investitori de pe piața de capital din România, investirea pe piața de capital reprezintă numai punctarea unei experiențe din viața de investitor, probabil singulară sau pe o perioadă limitată, și nu o alternativă investițională considerată în mod stabil. În plus, devine discutabilă ipoteza conform căreia se poate presupune că investitorii pot fi considerați ca având un orizont de investire pe termen lung (teoretic infinit). Se poate aduce argumentul că transferul de titluri de la un agent la altul asigură o evaluare coerentă permanentă a titlului. Totuși, mai ales coroborând cu rezultatul lui Vasilescu și Vătui (2004a, 2004b, 2004c) conform căruia majoritatea investitorilor erau speculatori (mizau pe creșteri de preț, pe un orizont temporal mai mic de un an), și nu urmăreau câștigurile din dividende, rămânem sceptici în legătură cu modul de evaluare a acțiunilor, fără a putea infirma concluziile din Dragotă și Mitrică (2004).

Majoritatea respondenților (99,32%) investesc în acțiuni, titlul financiar cel mai comun la nivelul Bursei de Valori din București (în fapt, numai unul dintre respondenți nu deținea în portofoliu acest titlu). Se poate remarca, totodată, interesul pentru diversificarea portofoliului, fiind avute în vedere investițiile în fonduri mutuale (78,38% dintre respondenți), depozite bancare (70,27%), derivative (63,51%) și obligațiuni (25,68%). Totodată, sunt avute în vedere și investiții în alte active alternative: peste jumătate (54,05%) dintre intervievați au investiții în clădiri, iar 40,54% în terenuri. Din acest punct de vedere, se pare că experiențele investiționale neplăcute din trecut, care au afectat economiile unui număr semnificativ de investitori, au inspirat folosirea principiului diversificării fundamentat de Markowitz (1952).

Un alt aspect interesant îl constituie disocierea dintre investitorii de portofoliu și cei care realizează investiții directe: numai unul dintre respondenți a realizat și investiții directe, ceea ce poate aduce argumente suplimentare pentru caracterul speculativ al majorității tranzacțiilor derulate pe piața de capital din România. Fenomenul pare a confirma o permanență a viziunii investitorilor români, chiar și la 15 ani după fenomenul Caritas, de disociere între investițiile directe și investițiile pe piața de capital.

În ceea ce privește profilul investitorului, se pot identifica anumite trăsături generale, pe care le vom grupa în mai multe categorii: (i) crearea profilului investițional; (ii) aspecte legate de ofertele publice inițiale; (iii) modul de fundamentare a deciziei de investire (criterii de selecție); (iv) percepția asupra riscului. Principalele rezultate ale anchetei sunt prezentate în secțiunea 4.

4. Profilul investitorului pe piața de capital din România

(i) În ceea ce privește crearea profilului investițional, din totalul celor 148 de investitori chestionați, 95,27% folosesc ca principală sursă de informare internetul, confirmându-se poziția sa dominantă ca sursă de informații în lumea contemporană. 75% dintre aceștia țin cont de opinia brokerului, care acționează deci și în calitate de consultant financiar. Aproximativ jumătate dintre respondenți utilizează ca surse de informare ziarele și programele TV de specialitate. Se poate remarca faptul că numai 8% dintre respondenți utilizează opiniile prietenilor sau al membrilor familiei drept sursă de informare, ceea ce poate fi interpretat drept o preferință pentru informații documentate în detrimentul opiniilor subiective. În condițiile în care lipsa de experiență investițională reprezintă o realitate, ghidarea după opinia brokerului constituie un aspect pozitiv. Pe de altă parte, concluzia studiului Prognosis.ro - Capital Market Research (2008), care releva faptul că numai 16% dintre intervieuați țineau cont de opinia brokerului, poate ridica anumite semne de întrebare cu privire la această constatare optimistă. Este posibil ca aici să fie vorba și despre anumite diferențe dintre populațiile eșantioanelor, ceea ce implică necesitatea aprofundării studiului în această direcție.

În ceea ce privește frecvența informării, majoritatea respondenților, mai exact 70% dintre aceștia, urmăresc evoluțiile bursiere zilnic, în timp ce restul de 30% se informează săptămânal. Nu a existat niciun respondent care să afirme că se informează la intervale egale sau mai mari de o lună. În aceste condiții, nu se poate afirma că modul de integrare a informațiilor în preț poate fi speculat în mod flagrant. În fapt, diferite studii de eveniment anterioare au confirmat integrarea rapidă a informațiilor în preț, încă de acum câțiva ani (Dragotă, Toader, Vlăsceanu, 2003, Dragotă, Dragotă, Stoian, 2004).

Investitorii chestionați preferă ca principale materiale de informare emisiuni și web-cast-uri accesibile pe site-uri de profil, în defavoarea articolelor și a cărților și publicațiilor de specialitate. Numai șase respondenți (4,05% din total) au afirmat că utilizează publicații și cărți de profil. Fenomenul poate fi explicabil în condițiile în care

se simte necesitatea unor informații ce pot fi procurate în timp scurt. Pe de altă parte, este foarte posibil ca anumite aspecte cu caracter general, fundamentale, să fie neglijate. În același context, prin preferința față de informații neverificabile riguros, manipularea pieței poate fi relativ comodă.

Acest fenomen poate fi analizat și într-o altă lumină. În contextul în care majoritatea respondenților au studii superioare, se poate deduce că nici manualele de specialitate nu au fost consultate. Posibile explicații pot fi insuficiența sau chiar absența disciplinelor de profil din planurile de învățământ ale universităților românești, calitatea îndoielnică a materialelor didactice și/sau neîncrederea în sistemul de învățământ din România.

(ii) Un al doilea câmp de acțiune al studiului a fost analiza interesului investitorilor români pentru participarea la ofertele publice inițiale (IPO). Acesta se poate constitui drept un indiciu al potențialului pieței de capital de a finanța întreprinderile, mai ales în condițiile în care majoritatea acțiunilor listate la Bursa de Valori din București nu reprezintă rezultatul unei finanțări prin intermediul pieței de capital, ci al interesului pentru mijlocirea tranzacționării acestor titluri.

Din totalul celor chestionați, 60% nu au participat niciodată la un IPO, 19% dintre respondenți afirmă că au participat doar o dată, iar 21% au participat de mai multe ori. Totuși, rezultatul nu trebuie considerat alarmant întrucât majoritatea respondenților operează pe piață de relativ puțin timp, iar numărul IPO-urilor din ultimii doi ani a fost redus, și numai în două cazuri referitoare la companii puternice (Transgaz și Transelectrica). În același context, aceste oferte nu au fost efectuate pentru asigurarea finanțării companiilor, ci pentru transferul proprietății, ceea ce din nou ne face să constatăm separația dintre decizia de investire pe piața de capital și economia reală. Astfel, pe piața de capital din România au fost lansate numai 18 IPO-uri în perioada noiembrie 2000 – mai 2008, dintre care 9 s-au încheiat fără succes (Voicu, 2009).

În mai bine de 70% din cazuri, un rol deosebit în luarea deciziei l-a avut sfatul brokerului. 20% dintre investitori afirmă că la baza deciziei de a participa la IPO a stat flerul personal, în timp ce numai 5% susțin că decizia a fost fundamentată în urma unei analize investiționale proprii. În plus, 3% recunosc faptul ca recomandările mass-media i-au determinat să participe la oferta publică inițială.

Sectorul preferat de aproape toți respondenții este cel energetic. 99% dintre investitorii care au participat la anchetă afirmă că acțiunile din cadrul IPO-urile la care au participat fac parte din sectorul energetic. Un singur respondent a considerat acest aspect ca fiind irelevant.

(iii) În ceea ce privește modul de fundamentare a deciziei de investire (criterii de selecție), în selecția acțiunilor deținute în portofoliu investitorii participanți la anchetă consideră că principalul criteriu care trebuie avut în vedere este profitabilitatea, 64,86% dintre aceștia acordând acesteia punctajul maxim. Cel de-al doilea criteriu ca importanță, în opinia respondenților, este lichiditatea, 51% dintre cei chestionați acordând lichidității un scor de 4/5. Apoi, în ordinea notării indicatorilor, a fost considerat riscul. Performanțele înregistrate în trecut și sectorul de activitate sunt

considerate mai puțin importante de către respondenți. Este de remarcat inversiunea în acest top al importanței între lichiditate (mai importantă) și risc, ceea ce poate constitui un indiciu către comportamentul speculativ al investitorilor pe piața de capital din România. De remarcat și faptul că Vasilescu și Vătu (2004, a, b, c) relevaseră ca prim reper în decizia de investire lichiditatea titlurilor.

(iv) În ceea ce privește percepția asupra riscului, aproximativ 80% dintre respondenți definesc riscul ca fiind variabilitatea cursului bursier. Numai 19% consideră că riscul reprezintă posibilitatea ca emitentul să dea faliment, în timp ce 17% asociază riscul cu posibilitatea de a nu încasa dividende. Dintre respondenți, 7,43% definesc riscul ca posibilitate de suspendare a acțiunilor societății comerciale de la tranzacționare. Numai un respondent privește riscul ca pe o posibilă naționalizare, ceea ce poate fi privit ca un sentiment de încredere al investitorilor în ceea ce privește evoluția economiei României în sensul economiei de piață.

În ciuda evidenței crizei financiare, în ceea ce privește perspectiva respondenților asupra plasamentelor efectuate până la începutul anului 2009, 72% dintre respondenți manifestau optimism, considerând că șansele de a nu își recupera investiția inițială erau reduse. Mult mai puțini (aproximativ 20% dintre respondenți) erau cei care considerau că șansele de a nu recupera plasamentul inițial erau medii și mai puțini erau cei care considerau că sunt șanse ridicate sau foarte ridicate de a nu își recupera investiția inițială.

Principalele cauze care ar putea duce la nerecuperarea investițiilor inițiale, în opinia respondenților, erau legate, în primul rând, de evoluția nefavorabilă a companiei și de evoluția sectorului de activitate în ansamblu. Factori de risc cu o importanță moderată, în percepția respondenților, erau dați de evoluția nefavorabilă a întregii economii și de creșterea presiunii fiscale. Factori precum schimbarea partidului de guvernământ și o posibilă naționalizare nu constituiau preocupări deosebite pentru respondenți.

5. Concluzii

Acest studiu furnizează câteva indicii cu privire la comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Deși numărul de respondenți este relativ redus, se pot evidenția câteva trăsături probabile ale acestora, mai ales în condițiile în care rezultatele sunt similare cu acelea ale unor studii anterioare pe aceeași temă. Astfel, se poate remarca nivelul de educație, dar însoțit de experiența relativ redusă a majorității investitorilor. Totodată, însă, sursele primare de informații pot avea o calitate incertă.

Investitorii își plasează preponderent investițiile urmărind o logică speculativă, ceea ce poate ridica semne de întrebare cu privire la potențialul pieței de capital de a finanța creșterea economică. Practic, se face o disociere mentală între ideea de investire pe piața financiară și ideea de investire în economia reală. Probabil că pentru remedierea acestei situații este necesar un ansamblu de acțiuni care să vizeze inclusiv informarea (în sens de educare) a investitorilor.

Mulțumiri

Acest studiu este un rezultat al Proiectului Național „studiul comportamentului investitorilor pe piața de capital și impactul acestuia asupra creșterii economice”, finanțat de Ministerul Educației și Cercetării din România – Autoritatea Națională pentru Cercetare Științifică, prin grantul CEEX Nr. 1505/2006 (Modulul 2). Autorii mulțumesc tuturor respondenților, precum și studenților Facultății de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori pentru sprijinul acordat în distribuirea și colectarea chestionarelor. Eventualele erori aparțin autorilor.

Note

- (1) Inclusiv numele organizației pare a fi fost ales pentru a da un sentiment de confuzie, Caritas fiind și numele unei organizații cu scop caritabil.
- (2) După unele surse, este vorba de 400.000 de deponenți (Enache, 2009), după alte surse, au participat 6 milioane de persoane (Bălașa, 2008).

Bibliografie

- Allais, M., „Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine”, *Econometrica*, vol. 21, issue 4, Oct. 1953, pp. 503-546
- Bălașa, M.M., „Jocurile de întraajutorare – specularea economiei nădejdiei (I)”, *Săptămâna Financiară*, 14 noiembrie 2008, [http://www.sfin.ro/articol_14562/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_\(i\).html](http://www.sfin.ro/articol_14562/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_(i).html)
- Bălașa, M.M., „Jocurile de întraajutorare – specularea economiei nădejdiei (II)”, *Săptămâna Financiară*, 21 noiembrie 2008, [http://www.sfin.ro/articol_14625/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_\(ii\).html](http://www.sfin.ro/articol_14625/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_(ii).html)
- Bălașa, M.M., „Jocurile de întraajutorare – specularea economiei nădejdiei (III)”, *Săptămâna Financiară*, 28 noiembrie 2008, [http://www.sfin.ro/articol_14692/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_\(iii\).html](http://www.sfin.ro/articol_14692/jocurile_de_intraajutorare_-_specularea_economiei_nadejdii_(iii).html)
- Dragotă, V. (coordonator). (2008). Dragotă, Mihaela, Obreja Brașoveanu, Laura, Stoian, Andreea, Lipară, Carmen, Cetean, Elena (2008). *Piețe și sisteme financiare*, Editura ASE București, 2008
- Dragotă, V., Ciobanu, Anamaria, Cataramă, Delia, Semenescu, Andreea, Lăcătuș, Carmen Maria, „Minority Shareholders' Protection: the Romanian Experience”, *Theoretical and Applied Economics*, vol. 2, 2009, pp. 35-48
- Dragotă, V., Dragotă, Mihaela, Dămian, Oana, Mitrică, E. (2003). *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, Editura Economică, București
- Dragotă, V., Dragotă, Mihaela, Stoian, Andreea, „Some Considerations about Stock Prices and Fair Market Value on Romanian Capital Market”, Sesiunea de Comunicări „România – exigențe în procesul dezvoltării, din perspectiva integrării în anul 2007”, Facultatea de Științe Economice, Universitatea „Lucian Blaga”, Sibiu, 6-7 mai 2004, publicată în volum
- Dragotă, V., Mitrică, E., „Emergent Capital Markets' Efficiency: the Case of Romania”, *European Journal of Operational Research*, 155, 2004, pp. 353-360
- Dragotă, V., Toader, Cristiana, Vlăsceanu, Simona, „Impactul dividendelor distribuite asupra cursului bursier”, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, no. 10 / 2003, pp. 11-14

- Enache, Al., „Schemele Ponzi sau de ce banii gratis nu sunt întotdeauna ceea ce par”, <http://www.newschannel.ro/stiri/schemele-ponzi-sau-de-ce-banii-gratis-nu-sunt-intotdeauna-ceea-ce-par>, 28 aprilie 2009
- Frank, R., Efrati, A., Lucchetti, A., Bray, C., „Madoff Jailed After Admitting Epic Scam”, *The Wall Street Journal*, 13 martie 2009, <http://online.wsj.com/article/SB123685693449906551.html?mod=djemalertNEWS>
- Markowitz, H., „Portfolio Selection“, *The Journal of Finance*, vol. VII, No.1, 1952, pp. 77-91
- Poterba, J., Summers, Lawrence, „The Persistence of Volatility and Stock Market Fluctuations”, *The American Economic Review*, Vol. 76, Issue 5, Dec. 1986, pp. 1142-1151
- Prognosis.ro - Capital Market Research, <http://www.comunicatedepresa.ro/printversion.php?cid=33305>, 2008
- Shiller, R., „Stock Prices and Social Dynamics”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1984, No. 2, 1984, pp. 457-510
- Vasilescu, Camelia, Vătui, Mihaela, „Informațiile financiar-contabile și bursiere pe piața de capital românească”, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, No. 7 (79), anul VII, iulie 2004c, pp. 28-34
- Vasilescu, Camelia; Vătui, Mihaela; „Investitorii persoane fizice și comportamentul lor investițional pe piața de capital românească”, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, No. 3 (75), anul VII, martie 2004a, pp. 31-33
- Vasilescu, Camelia; Vătui, Mihaela; „Puterea financiară și preferințele investitorilor persoane fizice pe piața de capital românească”, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, No. 4 (76), anul VII, aprilie 2004b, pp. 17-22
- Voicu, E., „Opinii cu privire la criteriile de evaluare a unei oferte publice inițiale (IPO-uri) în condițiile actuale de piață”, *Conferința „Evaluarea pentru piața de capital”*, București, 16 iunie 2009