

**БИХЕВИОРАЛНИ МОДЕЛИ ИРАЦИОНАЛНОГ  
ОДЛУЧИВАЊА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ**  
**BEHAVIORAL MODELS OF IRRATIONAL DECISION-MAKING IN THE  
FINANCIAL MARKET**

**Александар Доганџић<sup>1</sup>**

Универзитет у Приштини са привременим седиштем у Косовској  
Митровици, Економски факултет, Србија

**Соња Доганџић<sup>2</sup>**

Академија струковних студија Јужна Србија,  
Одсек за пословне студије Блаце, Србија

***Сажетак:** Процес одлучивања у оквиру финансијског менаџмента захтева непрекидно проучавање и анализу. Класична теорија заснива процес одлучивања на хипотези о „ефикасности тржишта“ на рационалном одлучивању уз очекиване ефекте који се законом вероватноће могу да процене. Рационалност у процесу одлучивања се увек класификује као очекивано понашање. Међутим, у пракси, људско понашање није увек рационално и зато је и предмет континуираног истраживања. Оно подразумева упознавање са људским понашањем, шта они раде, зашто нешто раде и какве су последице њиховог рада. У том смислу у вези са финансијским менаџментом и процесом доношења одлука издваја се посебна дисциплина, бихевиоралне финансије, која се бави проучавањем овог процеса, ирационалностима у одлучивању или проучавањем неадекватног коришћења свих релевантних података који би могли да утичу на рационално одлучивање.*

***Кључне речи:** бихевиоралне финансије, финансијско одлучивање, финансијско тржиште*

***Abstract:** The decision-making process within financial management requires continuous study and analysis. Classical theory is based on the decision-making process on the hypothesis of market efficiency on rational decision-making that brings effects that can be estimated by the law of probability. Rationality in the decision-making process is always classified as expected behavior. However, in practice, human behavior is not always rational and that is why it is the subject of continuous research. It means getting acquainted with human behavior, what they do, why they do something and what are the consequences of their work. In that sense, in relation to financial management and the decision-making process, a special discipline stands out, behavioral finance, which deals with the study of this process, irrationality in decision-making or the study of inadequate use of all relevant data that could affect rational decision-making.*

***Key words:** behavioral finance, financial decision making, financial market*

---

<sup>1</sup> aleksandar.dogandzic@pr.ac.rs

<sup>2</sup> sonja.dogandzic@vpskp.edu.rs

## **1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА**

Финансијски менаџмент односно агенти који се на финансијском тржишту срећу као актери трговине са финансијском активом, заинтересованих субјеката, нужно доносе одлуке које су везане за њихову купопродају. Класична теорија се заснива на врховној тежњи сваког инвеститора да оствари максимум користи из одређивања и предвиђања цене финансијске активе. Наведени ставови проистекли су из радова економисте Fama (Капор, 2014, стр. 74) и његове хипотезе о ефикасности финансијских тржишта.

Сада је јасно да се „класична“ или „стандардна“ финансијска теорија заснива на претпоставци да се цене финансијске активе формирају на тржишту на основу деловања самих актера односно инвеститора. Њихово одлучивање са базира на нормирању односно коришћењу математичких и статистичких модела на основу којих је могуће проценити алтернативне могућности очекиваних приноса и одабрати ону алтернативу која законом вероватноће даје најбоље резултате. У оквиру стандардне теорије прама томе нема ни говора о било каквом утицају људског понашања пре свега емоција али и других психолошких фактора на доношење одлука од стране финансијског менаџмента.

Већина аутора се слаже да је „класична“ финансијска теорија везана за теорију портфеља и теорију ефикасног тржишта. Modern Portfolio theory- МТР, Модерна портфолио теорија настаје кроз радове Harry Markovitz која подразумева да се на основу приноса портфеља, стандардне девијације и повезаности са осталим хартијама од вредности у портфељу, може да створи оптималан портфељ за било коју групу обвезница или акција. Оптималан портфељ је онај који доноси максималне приносе уз очекиване минималне ризике. Други основ за појаву и функционисање „финансијске теорије“ коју дефинишемо као класичну или стандардну је „хипотеза о ефикасним тржиштима“ Efficient Market Hypothesis ЕМН коју износе Ricciardi и Simon (Ricciardi & Simon, 2000, стр.2), који сматрају да се цена акција и обвезница формира на бази информација о њима и да њихова дневна цена истовремено представља и њихову праву вредност. Према свему наведеном требало би да се на основу добијених информација и теоријом ЕМН формира дневна цена одређених хартија од вредности а да се инвестирање у њих спроводи на основу МТР што подразумева ону алтернативу која обезбеђује максималну корист. (Капор, 2014, стр.75)

И поред чињенице да хипотеза ефикасних тржишта као и теорија портфеља могу да објасне већину одлука које се доносе у вези са одлукама инвеститора, постоји одређени број одлука које нису вођене њима и где је рационалност у одлучивању из неких разлога изостала. Управо тај број одлука треба да буде предмет интересовања истраживача како би се створила адекватна слика о факторима који могу да утичу на процес одлучивања односно онај део који се не може подвести под „стандардно“. Истраживања која се спроводе указују да број ситуација у којима се детектују аномалије ипак није тако незнатан и да је свакако потребно анализирати аномалије које се јављају на тржишту али и аномалије у одлучивању од стране лица које доносе пре свега инвестиционе одлуке како би се овај процес могао у потпуности разумети и како би се последице оваквог одлучивања на неки начин могле да идентификују.

Све се чешће могу чути критике традиционалних теорија и хипотеза јер је реалност „често“ значајно комплекснија и нешто другачија, па рационалност на коме се базирају не може да објасни у потпуности процес одлучивања. „Реакције инвеститора не могу се увек предвидети и не постају увек резултат рационалних размишљања. Процес доношења одлука такође укључује когнитивне пристрасности и афективне стране попут емоција“ (Nuzula, et. al., 2019, стр.51)

## **2. ПОЈАВА БИХЕВИОРАЛНИХ ФИНАНСИЈА**

На основу исказане потребе за проучавањем психолошког понашања доносиоца одлука пре свега инвестиционих које се односе на одређивање цене активе али и свих осталих финансијских одлука временом се развија посебна дисциплина која се бави понашањем људи у оквиру наведених активности а која се данас препознаје као бихевиоралне финансије. Ову потребу су пре свега уочили крајем двадесетог века Riccardo и Simon (Ricciardi & Simon, 2000, стр. 7) а све на основу научног правца бихевиоризма.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Бихевиоризам је грана психологије. Значење појма бихевиоризам потиче од енглеске речи *behavior* (понашање) које се дефинише као „свака акција појединца укључујући и оне подложне посматрању, мерљиве психолошке промене, когнитивне (свесне) слике, фантазије и емоције“. Грану су усавршили Иван Павлов, Џон Б. Вотсон и други. Класичан бихевиоризам у обзир узима само доказе који се могу мерити као реакција на стимулусе .

„Спроведена истраживања су показала да људи приликом доношења одлука у условима несигурности и ризика доживљавају ефекте различитих илузија, емоција, лажне перцепције информација и других „ирационалних“ фактора“ (Guzavivius, 2014, стр. 518).

Park и Sohan (2013) уочавају да лица која се дефинишу као особе које доносе инвестиционе одлуке немају увек и у потпуности рационално понашање па самим тим не доносе ни рационалне одлуке. За овакве последице узрок се обично тражи у когнитивним радњама и емоцијама чије дејство треба испитати.

Временом бихевиоралне финансије заузимају све значајније место и улогу јер је сасвим јасно да постоји поприлично велики број финансијских одлука које нису у потпуности у складу са традиционалним финансијама. У том моменту почиње примена бихевиоралних финансија које треба да дају одговоре како пре свега ирационално понашање, когнитивне радње, емоције и сл. могу утицати на процес доношења финансијских одлука.

Неокласична теорија примењује Capital Asset Pricing Model, помоћу које се објашњава директна веза између цене капитала и ризика које за собом носи инвестирање у одређене хартије од вредности. Примењује се и сложенији модел који поред једног параметра за израчунавање системског ризика (бета коефицијента) сада укључује више њих и која се објашњава Arbitrage based option pricing theory (АРТ модел). Не сме се никако заборавити ЕМН теорија о ефикасним тржиштима. Истраживања су доказала да ове теорије нису довољне да објасне све ситуације на тржишту и понашање финансијског менаџмента у појединим ситуацијама. Одговор је пронађен у увођењу бихевиоралних финансија које трагају за психолошким и социолошким факторима који утичу на инвестициони процес односно одлуке које су везане за њега. Наравно отпор бихевиоралним финансијама долази од присталица неокласичне теорије, посебно оних који су присталице теорије о ефикасним тржиштима и става да се све финансијске одлуке доносе у складу са њом. Теорија о ефикасним тржиштима и начину формирања цена хартија од вредности представља свакако основ модерне финансијске теорије, а њен оснивач и родоначелник Фама сматра да тако треба и да остане. Чак и ако се поједине ситуације у доношењу финансијских одлука руководе аномалијама које теорија ефикасних тржишта не може да објасни, то не значи да се ова теорија треба напустити и да се треба у потпуности окренути бихевиоралним финансијама. Његови ставови се везују за признавање аномалија и њихове појаве али да су то краткотрајни и

спорадични догађаји који не могу да уруше теорију ефикасности тржишта.

Фама и његови следбеници сматрају да су бихевиоралне финансије пре скуп сабраних аномалија које су се десиле у неком временском оквиру током доношења финансијских одлука пре свега инвестиционих, него што се таква појава треба издвојити као посебна научна дисциплина.

Поједини аутори наглашавају став по коме је ирационалност у одлучивању превише истакнута као основа на којој се формира нова научна дисциплина у виду бихевиоралних финансија. Овакве ставове први је изнео Singh (2010), сматрајући такође да у процесу инвестирања појединци често опонашају инвеститоре сматрајући да они поседују значајне информације на бази којих доносе своје инвестиционе одлуке. У оваквим ситуацијама одлуке се често косе са рационалним понашањем и теоријом максимума користи. Управо то наводи истраживаче који се баве бихевиоралним финансијама да се оне могу проучавати као појава али не као систем финансирања који би инвеститори једино користили.

Према томе бихевиоралних финансија не би било да се није пре свега развио бихевиоризам који подразумева проучавање понашања човека у оквиру његове природне средине путем експерименталних метода као и путем посматрања. Нама већ познате бихевиоралне науке су психологија, социологија, антропологија и остале сличне науке. У новије време у оквиру њих убрајају се и бихевиоралне финансије. Афирмација бихевиоралних финансија почиње са радовима Ивана Павлова добитника Нобелове награде за медицину 1904. године, затим John Watson-а и посебно Skinner-а за кога већина аутора сматра да је ставовима исказаним у свом делу „Наука и људско понашање“ дао највећи допринос развоју бихевиоризма.

### **3. ИРАЦИОНАЛНО ОДЛУЧИВАЊЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ**

У процесу финансијског одлучивања често долази и до одступања која изазивају аномалије у рационалном пре свега инвестиционом одлучивању. „Инвеститори се не понашају као да су рационални, већ напротив, показују много пристрасности које у специфичним контекстима воде до лоших одлука о инвестирању“ (Тота, 2015, стр. 201).

Ове појаве изучавају се у оквиру бихевиоралних финансија које пре свега анализирају структуру и обим информација на бази

којих се доноси нека одлука као и проучавања карактеристика учесника односно лица која доносе одлуке. Бихевиоралне финансије доказују да квантитет и квалитет информација као и карактеристике доносиоца одлука утичу на саму одлуку исто онолико колико то чине и тржишни фактори. „Значајан је број емпиријских доказа који показују да су „трговци буком“ (noise traders) активни учесници на тржишту и да њихово учешће узрокује тржишне аномалије. За разлику од неокласичних финансија, бихевиоралне финансије омогућавају неефикасност тржишта на основу тога што су учесници на тржишту изложени уобичајеним људским грешкама које проистичу из хеуристике и пристрасности“ (Ramiah, & Moosa, 2015, стр. 89).

Позитивни резултати процеса финансијског одлучивања у великој мери зависе од информисаности о појави у вези са којом се доноси адекватна одлука. „Будући да су тржишта у настајању релативно млада и често доминирају индивидуални инвеститори, доводи до тога да обично трпе недостатак високо квалитетних финансијских информација и коришћење услуга професионалних финансијских аналитичара, разумно је претпоставити да на перформансе ових тржишта могу утицати инвеститорова осећања“ (Brzeszczynski, et.al., 2015, стр. 425).

Класична теорија о управљању финансијама подразумева да се одлуке у вези са финансијским тржиштима доносе на бази оптималних информација што омогућава појаву „ефикасног тржишта“. Бихевиоралне финансије такође сматрају да су информације веома важне за квалитетно одлучивање али да актери процеса доношења одлука не исказују увек рационалност у одлучивању, те се често због тога јављају различите аномалије. Смањена или ограничена рационалност у процес доношења одлука често се везује за недостатак информација или неспособност да се информације обраде и искористе. Потребно је у процесу одлучивања користити искључиво информације које су релевантне за доношење одлуке, мада пракса показује да често то није случај те су аномалије, у овом процесу и из ових разлога неизбежне. „Историја многих аномалија на финансијским тржиштима показала је да временом нестају. То је подигло сумњу да ће тржиштима можда требати времена да препознају такве аномалије - које у великој мери мотивишу бихевиоралне финансије - и да након тога реагују.“ (Menkhoff, & Nikiforow, 2009, стр. 318).

Након свега изнетог јасно је да током финансијског одлучивања настају и одступања од рационалног финансијског

одлучивања. Овде ће бити презентоване само неке форме ирационалног одлучивања са којима се обично можемо срести.

*Изражено самопоуздање* подразумева да појединци доносиоци одлука често прецењују своје способности. „Теоријски модели предвиђају да ће самопоуздани инвеститори, који или прецењују прецизност информација које поседују, или зато што мисле да имају изнад просечне инвестиционе вештине, трговати више од рационалних инвеститора“ (Abreu, & Mendes, 2012, стр. 870). Ова појава најчешће доводи до тога да инвеститори не спроводе диверзификацију у довољној односно потребној мери. На тај начин инвестирају у хартије од вредности „познатих“ фирми било на локалном или глобалном нивоу. Оно што је доминантно присутно јесте и чињеница да превелико самопоуздање може да доведе до предимензионираног активног инвестирања у односу на пасивно финансирање. Наведене опције обично за собом носе и већи ризик него што је прихватљиво. Промашаји су неизбежни а самим тим и негативни финансијски резултати. „Кумулирање успешних тржишних инвестиција чини инвеститоре све више самопоузданим, што их последично упућује на увећани број тржишних инвестиција“ (Abreu, & Mendes, 2012, стр. 870). Истраживања показују да је превелико самопоуздање присутније код мушког пола. Инвеститори женског пола не прихватају инвестирање и трансакције са већим ризиком, мање тргују те имају мањи број промашаја, имају мање трошкове трансакција што у значајној мери утиче на повољније резултате.

„Претерано самопоуздање и недостатак самопоуздања повезани су с изборима улагања који не повећавају вредност. Инвеститори са изражено високим нивоом самопоуздања, бирају непримерено високе нивое улагања, а исто тако, инвеститори са изражено ниским нивоом самопоуздања бирају неприкладно ниске нивое инвестиција.....само умерено самопоуздани инвеститори имају тенденцију да бирају тачне нивое улагања“ (Pikulina, et al., 2017, стр. 175). „Концепт претераног самопоуздања произлази из великог броја когнитивних психолошких експеримената и анкета у којима испитаници (инвеститори) прецењују своје способности и прецењују прецизност информација које су им дате. Инвеститори су лоши у процени вероватноће догађаја за које мисле да би се сигурно догодили. Укратко, инвеститори мисле да имају боље информације него што заправо јесу.“ (Трејос, et al, 2019, стр. 61).

*Претерани оптимизам* може да се посматра самостално или повезано са превеликим или претераним самопоуздањем. Често лица која доносе одлуке испољавају претерани оптимизам сматрајући да

су шансе за позитивне резултате њихових инвестиционих активности апсолутно извесне. Међутим, реалност је често другачија па се испоставило да је превелика доза нереалног оптимизма довела до финансијских промашаја у процесу инвестирања са резултатима који су негативни. У свом раду Bouteska цитира Delonga који наводи „Ако ниво оптимизма расте или постане претеран, то може одвојити инвеститора од фундаменталног размишљања, што резултира пристрасном перцепцијом будућег учинка компаније. То може довести до тога да инвеститори прецењују своју вероватноћу успеха и потцењују ризичност њихових одлука“ (Bouteska, 2019, стр. 24).

*Ментално рачуноводство (mental accounting)* представља вид посебног рачуноводства које спроводи појединац и који своје финансијске одлуке дели на две групе. Тако постоји инвестициони „рачун“ који се користи за куповину хартија од вредности које са собом носе одређену дозу ризика с једне стране и формирање безризичних „рачуна“ који се користе за штедњу, чија средства би се користила за пензију или школовање чланова породице. Јасно је да су одлуке за коришћење ових рачуна дијаметрално супротне. Логично би било да постоји један рачун на коме се јавља извесни портфолио улагања средстава и да се средства улажу како би доносила одређени принос. Код менталног рачуноводства то није случај. И поред јасних чињеница издвајају се рачуни за штедњу, пензију, образовање и ако средства која се налазе на њима обично не доносе никакве или незнатне приносе које доносе као депозити по виђењу или орочени.

*Урамљивање* или уоквиривање подразумева формирање извесног оквира или рама на основу ког се посматра стварност и доносе одлуке у вези са њом. Оквир или рам увек представља комбинацију ставова који се презентују доносиоцу одлука који их прихвата и на основу ових оквира доноси финансијску одлуку. У зависности како се презентује и прихвата дефинисани оквир зависиће и квалитет и садржај одлука коју доноси инвеститор. Уколико се ризик путем оквира-рама презентује као минимални постаје прихватљив у односу на приносе који се кроз оквир могу презентовати у виду глорификације.

*Усидрење* је појава у оквиру које појединац формира став који се веома тешко може изменити. Установљено је бројним експериментима да ставови који су „усидрени“ готово да не могу да се промене чак и у ситуацијама када постоје необориви докази да се став треба променити из објективних разлога. Чак и када аргументи победе и када се „усидрени“ ставови мењају новоформирани ставови увек вуку ка почетном нултом ставу.



*Репрезентативност* припада аномалији која утиче на ирационалност у одлучивању из разлога што се доношење одлуке спроводи на бази података и информација које су добијене из узорка. Узорак често бива нерепрезентативан, јер је састављен од малог броја субјеката слабих карактеристика. Међутим лица која доносе одлуке не чекају формирање узорка којим би се дефинисала репрезентативност. Такве одлуке обично доносе резултате који нису на очекиваном позитивном нивоу.

*Диспозициони ефекат* подразумева занемаривање односно ситуацију у којој се не жели да примети губитак који се појавио на пример куповином неке хартије од вредности чија цена је пала за 20%. Инвеститор не жели да примети тај губитак и чека да се цена врати на стари ниво како би почео да размишља о продаји и реализацији добитка.

*Кајање* односно његово избегавање је аномалија која се јавља код инвеститора који доносе одлуку да купе рецимо акције неке познате и велике фирме. Уколико цена њихових акција падне инвеститор избегава кајање јер ето десило се то и ако се ради о познатом и јаком предузећу односно њиховим акцијама. Кајање би било далеко веће уколико инвеститор купи акције неког мање познатог предузећа за које је веровао да ће због неке иновације убрзо бити успешно те да ће се његове акције добро котирати.

*Касно увиђање* је аномалија која се често може приметити код појединих инвеститора. Након одређеног догађаја доносиоци одлука истичу да су донели погрешну одлуку да су им неке информације указивале какву одлуку треба да донесу али да је она касно уочена.

*Аверзија према губитку* је аномалија која указује да инвеститори често исказују значајнију жељу да не остваре губитак него да остваре добитак. Самим тим одлуке које доносе увек су пре свега усмерене ка томе да се избегне потенцијални губитак што би изазвало веће задовољство него ситуација у којој би инвеститор остварио добитак. Одлука која проистиче из овакве жеље свакако би се сврстала међу ирационалне.

Истраживања која је спровео Singh (2010, стр. 7) указују да људи различито прихватају ризик те самим тим и формирају другачији однос према њему. Тако већина људи ће наспрам добитку који треба да оствари прихватити одређени ниво ризика али ће тај ниво ризика који прихватају исте особе бити већи уколико је циљ њихове одлуке да не остваре губитак.

*Претерана реакција*, јавља се у тренуцима када инвеститори претерано реагују на најновије информације о кретању цена појединих хартија од вредности и донесу одлуку о инвестирању

искључиво на бази њих. Тада се обично занемаре информације из дужег временског периода које могу да укажу на трендове у вези са ценом хартије са којом се тргује. Претерана реакција на бази тренутних информација може да доведе до позитивних ефеката у виду добитка који најчешће врло брзо опада јер је раст углавном краткотрајан јер је засниван на инвестирању на бази претераних реакција а не на закону вероватноће.

„Понашање крда“ је ситуација која се веома често јавља с обзиром да је човек друштвено биће те да у сваком друштву постоје они који воде то друштво. Тако се на бази информација које поседују, инвеститори групишу и опонашају вођу. Значи њихово понашање се подређује понашању групе и често се у литератури приказује као „понашање крда“. Неретко се инвестирање у оквиру неке групе спроводи на бази ставова групе а не на бази информација које инвеститор поседује и његових ставова о рационалном одлучивању. Према томе, понашање крда је у томе да инвеститори имитирају једни друге и да занемарују своје информације (Redhead 2008). „Понашање крда“ на берзама посматрамо као тенденцију инвеститора да игнорише своју процену и опонаша одлуке других људи. Ова тенденција има важне последице за финансијска тржишта јер одводи тржишне цене имовине од њихове основне вредности.“ (Filip, et. al., 2015, стр. 354). Понашање људи по принципу крда објашњава се жељом појединца да се социјализују да буду чланови групе, па из овог разлога јавља се понашање појединца које се приклања групи. „Инвеститори ће опонашати инвестиционе стратегије других инвеститора, било зато што немају информације или верују да други учесници на тржишту поседују тачније и поузданије изворе информација“ (Vo, & Phan, 2019, стр. 321). Такође сваки појединачни инвеститор обично сматра да група има мање шанси да погрешити приликом доношења инвестиционе одлуке. Отуда и потреба и оправдање појединаца да прате и доносе одлуке које су у складу са оним које се доносе у групи. Доношење одлука на овај начин често нема додирних тачака са рационалношћу. Имитирање инвеститора из групе оправдава се обиљем информација које група има или недостатком информација о предмету трговања од стране индивидуалних инвеститора па се следи група што представља намерно имитирање понашања групе. „Литература о финансијској економији сугерише да учесници на тржишту имају тенденцију да потискују сопствене информације и покушају да имитирају друге („понашање крда“) на тржишту, чиме се ограђују од својих приватних информација. Ова тенденција се приписује аверзији према ризику карактеристичној за економске субјекте који се више

ослањају на пречице и хеуристику како би избегли ризик губитка времена потребног за укључивање приватних информација“ (Chauhan, et al., 2019, стр. 26).

Често се спомиње и чињеница да понашање групе, прихваћено од менаџера фондова, штити их од последица у виду губитка посла у случају погрешних инвестиционих одлука. Уколико менаџер донесе одлуку о инвестирању имитирајући понашање крда, штете у виду губитка посла ће изостати. Уколико инвестиционе одлуке доноси самостално и дође до губитка на одабраном портфолију, извесно је да ће доћи до смене таквог менаџера.

*Теорија „Црног лабуда“* покушава да објасни одређене појаве и њихове последице. То су појаве које долазе изненада, последице оваквих догађаја обично су екстремно позитивне или негативне и на крају ових догађаја људи покушавају да у прошлости нађу назнаке које би указивале на његову појаву.

Ова аномалија добила је назив по црном лабуду јер је он веома редак. Раније се сматрало да они и не постоје али је са проналаском Аустралије и проучавањем њене флоре и фауне откривено њихово постојање. С обзиром да су поједини догађаји у економији и финансијама веома ретки њихова појава се назива „Црним лабудом“ који је такође веома редак. Појам Црног лабуда први пут се среће у раду Талеба у књизи „Fool by randomness“ као потреба да се дефинишу и објасне догађаји који су веома ретки. Скорији примери за овакве догађаје су криза 2008. год. , рушење Кула близнакиња 2011., појава и коришћење паметних мобилних телефона , интернет и сл. Предвиђање оваквих појава статистичким методама је немогуће као што је немогуће предвидети последице ових појава јер се као такве никада пре нису појављивале. Оно што извесно јесте чињеница да оваквих догађаја има све више и да њихов утицај на понашање и живот људи постаје све значајнији.

#### **4. ЗАКЉУЧАК**

Сведоци смо да у свету глобалних кретања учавамо све значајнији напредак технике, технологије, комуникација, економије и сл. што указује на општи и друштвени напредак. Оваква дешавања су толико турбулентна да их је веома тешко пратити што код појединаца и привредних субјеката изазива осећај изложености одређеном степену несигурности и случајности.

Класична финансијска теорија је у својој највећој мери заснивана на Хипотези о ефикасности тржишта и Модерној теорији портфеља које у својој основи увек захтевају изразиту рационалност.

Доносиоци одлука пре свега користе нормативну методу која на бази прихваћених норми дефинише алтернативе од којих се бира она која доноси највише користи, што је свакако у домену рационалног и логичног одлучивања. Међутим, на тржишту се неретко јављају аномалије које изазивају доношење одлука које су ирационалне и ван домена логике. У оваквим условима деловања било је потребно укључити и бихевиоралне финансије које могу да дају одговоре на питања везана за понашање људи и услова који доводе до доношења ирационалних одлука. Наведено указује да је данас, с обзиром на све израженију комплексност, неопходно проучавање већине економско-финансијских појава мултидисциплинарним приступом.

Бихевиоралне финансије према томе не негирају постојање и примену традиционалних или класичних финансија, већ покушавају да пронађу одговоре на питања на која оне не могу да дају. Бихевиоралне финансије апострофирају значај ирационалности у понашању људи на финансијском тржишту уз покушај да се оно објасни како би се у неким будућим ситуацијама то сазнање користило у процесу доношења одлука на адекватан начин.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Abreu, M., & Mendes, V. (2012). Information, overconfidence and trading: Do the sources of information matter. *Journal of economic psychology*, 33(4), 868-881.
2. Bouteska, A. (2019). The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United States. *The journal of finance*, 24, 100241.
3. Brzezczynski, J., Gajdka, J., & Kutan, A. (2015). Investor response to public news, sentiment and institutional trading in emerging markets: A review. *International review of economics and finance*, 40, 425-456.
4. Chauhan, Y., Ahmad, N., Aggarwal, V., & Chandrad, A. (2019). Herd Behavior and Asset Pricing in the Indian Stock Market. *IIMB Management Review*. In Press. Available online 17 October 2019. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.10.008>
5. Fellner-Rohling, G., & Krugel, S. (2014). Judgmental overconfidence and trading activity. *Journal of economic behavior and organization*, 107, 827-842.
6. Filip, A.-M., Pece, A.M., & Pochea, M. M. (2015). An Empirical Investigation of Herding Behavior in CEE Stock Markets under the Global Financial Crisis. *Procedia Economics and Finance*, 25, 354-361.

7. Guzavivius, A. V. (2014). Behavioural finance: corporate social responsibility approach, *Procedia-Social and behavioral sciences*, 156, 518-523.
8. Menkhoff, L., & Nikiforow, M. (2009). Professionals' endorsement of behavioral finance: Does it impact their perception of markets and themselves?. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71(2), 318-329.
9. Nuzula, N. F., Sisbintari, I., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2019). The use of technical analysis, source of information and emotion and its influence on investment decisions, *Journal of behavioral and experimental finance*, 22, 51-56.
10. Park, H. & Sohan, W. (2013). Behavioral Finance : A Survey of the Literature and Recent Development, *Seoul Journal of Business*, 9(1), 3-42.
11. Pikulina, E., Renneboog, I., Tobler, P. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of corporate finance*, 43, 175-192.
12. Ramiah, V. X. (2015). Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature. *International review of financial analysis*, 41, 89-100.
13. Redhead, K. (2008). A behavioural model of the dot. com bubble and crash. Economics, Finance and Accounting: Applied Research, Working Paper Series, Coventry University, 1-39.
14. Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? *Business, Education and Technology Journal*, 2(2), 1-9.
15. Singh, R. (2010). Behavioural finance studies: emergence and developments. *Journal of Contemporary Management Research*, 4(2), 1-9
16. Taleb, N. (2004). Few and Far Between: Black Swans and the Impossibility of Prediction, *Change This*, 33(4), 1-16.
17. Tavor, T. (2019). The theoretical attitude and actual behavior of an individual towards risk. *Journal of behavioral and experimental finance*, 23, 1-11.
18. Toma, M. (2015). Behavioral biases of the investment decisions of Romanian Investors on the Bucharest stock exchange. *Procedia economics and finance*, 32, 200-207.
19. Trejos, C., van Deemen, A., Rodríguez, Y. E., & Gómez, J. M (2019). Overconfidence and disposition effect in the stock market: a micro world based setting. *Journal of behavioral and experimental finance*, 21, 61-69.

20. Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2019). Herd behavior and idiosyncratic volatility in a frontier market. *Pacific-Basin finance journal*, 53, 321-330.
21. Капор. П. (2014). Бихевиоралне финансије, *Мегатренд ревија*, 11(2), 73-94.

*Рад је примљен: 01.05.2020.*

*Рад је прихваћен за штампу: 05.06.2020.*