

UNIVERSITATEA „Lucian Blaga” din Sibiu
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

REZUMATUL TEZEI DE DOCTORAT

CONSOLIDAREA PIEȚEI DE CAPITAL ROMÂNEȘTI – PREZENT ȘI PERSPECTIVE

Conducător științific:
Prof. Univ. Dr. Elena Drăgoescu

Doctorand:
Mircea Ștefan Solovăstru

Sibiu
2014

Structura tezei de doctorat

CUPRINS

INTRODUCERE

CAPITOLUL I

FUNDAMENTE TEORETICE ȘI PRACTICE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL ȘI

CONSOLIDAREA EI

1.1 Fundamentele pieței de capital	8
1.1.1. Dimensiuni conceptuale	8
1.1.2. Delimitări conceptuale ale pieței de capital	9
1.1.2.1. Față de piața financiară	10
1.1.2.2. Față de piața monetară	10
1.1.2.3. Față de piața titlurilor de stat.....	11
1.1.3. Piața de capital – soluție eficientă de întâlnire a cererii cu oferta de capital	12
1.1.3.1. Cererea de capital – concretizare a nevoii de finanțare a celor care economisesc mai puțin decât investesc	13
1.1.3.2. Oferta de capital – concretizare a nevoii de plasament a celor care economisesc mai mult decât investesc	14
1.1.4. Categoriile principale de piețe de capital în practica românească	16
1.1.4.1. După regimul negocierii existent pe piață.....	16
1.1.4.1.1. Piețe libere (OTC).....	16
1.1.4.1.2. Piețe reglementate de CNVM	17
1.1.4.2. Din punct de vedere al rolului specific care îi revine pieței de capital	19
1.1.4.2.1. Piețe primare – piețe de tranzacționare a titlurilor nou emise și aflate în circulație.....	19
1.1.4.2.2. Piețe secundare – piețe de tranzacționare a titlurilor deja emise și aflate în circulație.....	21

1.1.4.3. Din punctul de vedere al formării prețului titlurilor cotate.....	23
1.1.4.3.1. Piețe de licitație.....	23
1.1.4.3.2. Piețe de negociere	24
1.1.4.4. După termenul pentru care se mobilizează și se redistribuie disponibilitățile bănești prin intermediul pieței.....	25
1.1.4.4.1. Piețe monetare – piețe de capital pe termen scurt.....	25
1.1.4.4.2. Piețe de bonduri – piețe de titluri de împrumut pe termen mediu.....	28
1.1.4.4.3. Piețe de capital pe termen lung (piețe de acțiuni, obligațiuni și alte titluri).....	28
1.1.5. Instrumentele financiare – obiectul specific al întâlnirii cererii cu oferta de capital pe piață	28
1.1.5.1. Conținutul semantic și economic al instrumentelor.....	28
1.1.5.2. Principalele instrumente financiare negociate pe piața românească de capital.....	32
1.2 Fundamente privind consolidarea pieței de capital	40
1.2.1. Semnificația sintagmei.....	40
1.2.2. Etapele consolidării unei piețe de capital.....	41
1.2.2.1. Consolidarea fiecărei părți componente a pieței de capital.....	41
1.2.2.2. Consolidarea întregii piețe de capital.....	49
1.2.3. Necesitatea consolidării pieței de capital	53
1.2.4. Avantajele consolidării pieței de capital.....	54
1.3 Concluzii, opinii și contribuții personale	55
1.3.1. Concluzii	55
1.3.2. Opinii	56
1.3.3. Contribuții personale.....	57

CAPITOLUL II

CONSOLIDAREA PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA – CONDIȚIA DEZVOLTĂRII ȘI MODERNIZĂRII SALE ÎN CONTEXTUL FINANCIAR INTERNAȚIONAL ACTUAL

2.1 Conținutul semantic al consolidării pieței de capital.....	59
2.1.1. Conotația termenului consolidare	59
2.1.2. Semnificația sintagmei consolidarea pieței de capital	59
2.2 Modul de creare și evoluția pieței de capital din România – efecte negative	

asupra consolidării ei	61
2.2.1. Procesul de privatizare în masă (PPM) a economiei românești – imboldul creării unei piețe de capital „originale”	61
2.2.2. Structura actuală a pieței de capital din România și impactul său asupra capacității ei de concurență	64
2.2.2.1. Bursa de Valori București	64
2.2.2.2. Piața RASDAQ	65
2.2.3. Bursa Monetar Financiară și de Mărfuri Sibiu (SiBEX).....	67
2.3 Măsurile necesare consolidării pieței de capital în perspectiva aderării României la Uniunea Europeană.....	68
2.3.1. Perfecționarea pieței de capital până la consolidarea ei vizată prin proiectul de fuziune BVB-RASDAQ.....	68
2.3.2. Pașii urmați pentru realizarea fuziunii BVB-Rasdaq	69
2.3.3. Fundamentul legic al consolidării pieței de capital românești – Legea 297/2004.....	74
2.4 Maturitatea pieței de capital românești – condiție a consolidării sale reale.....	78
2.5 Perspectivele continuării consolidării pieței de capital din România	80
2.6 Liberalizarea circulației capitalurilor și impactul său asupra consolidării pieței românești de capital	83
2.6.1. Conținutul actual al convertibilității monedei și condițiile necesare adoptării ei.....	84
2.6.2. Convertibilitatea leului și circulației capitalului, necesară consolidării pieței de capital românești.....	86
2.7 Concluzii, opinii și contribuții personale	89
2.7.1. Concluzii	89
2.7.2. Opinii	91
2.7.3. Contribuții personale.....	92

CAPITOLUL III

PARADIGMA CONSOLIDĂRII PIEȚEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA

3.1 Bursele – instituții fundamentale ale pieței de capital consolidate și în curs de consolidare.....	94
3.1.1. Generalități.....	94
3.1.2. Obiectivele funcționării burselor de instrumente financiare.....	95

3.1.3. Rolul burselor de instrumente financiare	95
3.2. Organizarea și funcționarea pietelor bursiere reglementate, componente ale pieței de capital consolidate și în curs de consolidare din România.....	96
3.2.1. Organizarea structurală a Burselor componente ale pieței de capital consolidate și în curs de consolidare.....	97
3.2.1.1. Organizarea structurală a Bursei de Valori București	97
3.2.1.2. Organizarea <i>structurală</i> a Bursei Monetar Financiare și de Mărfuri din Sibiu (BMFMS – SIBEX)	101
3.2.2. Organizarea <i>funcțională</i> a burselor componente ale pieței de capital consolidate și în curs de consolidare din România	102
3.2.2.1. Organizarea funcțională a Bursei de Valori București	102
3.2.2.2. Tranzacțiile LA VEDERE (SPOT) - caracterizare generală	104
3.2.3. Funcționarea Bursei de Valori București.....	111
3.2.3.1. Rolul Bursei de valori București.....	111
3.2.3.2. Bursa de Valori București - o piață de capital specializată în tranzacționarea valorilor mobiliare.....	113
3.2.3.3. Elementele de bază care asigură funcționarea Bursei de Valori București	115
3.2.2.4. Sistemul de tranzacționare	121
3.3 Organizarea și funcționarea Bursei Monetar Financiare și de Mărfuri Sibiu	127
3.4. Concluzii, opinii și contribuții personale	133
3.4.1. Concluzii	134
3.4.2. Opinii	134
3.4.3. Contribuții personale.....	134

CAPITOLUL IV

PERFECTIONAREA ORGANIZĂRII ȘI FUNCȚIONĂRII PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA – SCOPUL CONSOLIDĂRII EI ÎN CONDIȚIILE STATUTULUI SĂU DE ȚARĂ MEMBRĂ A UNIUNII EUROPENE

4.1 Premisele integrării pieței de capital românești in cea europeană si contextul internațional	136
4.2 Acquis-ul comunitar și prevederile acestuia în vederea consolidării pieței de capital.....	139
4.3 Programele de asistență în vederea transpunerii acquis-ului comunitar	141

4.4 Cooperarea internațională – fundament al consolidării pieței de capital.....	143
4.5 Concluzii, propuneri și contribuții personale.....	146
4.5.1. Concluzii	146
4.5.2. Opinii	147
4.5.3. Contribuții personale.....	149

CAPITOLUL V

INDICATORI ȘI INDICI BURSIERI – ELEMENTE CU AJUTORUL CĂRORA SE REALIZEAZĂ ANALIZA UNEI PIEȚE BURSIERE

5.1 Indicatorii bursieri – concept, importanță și sfera de cuprindere	151
5.2 Indicii bursieri.....	152
5.2.1. Semnificația sintagmei.....	152
5.2.2. Elemente definitorii ale indicilor bursieri	153
5.2.3. Categoriile de indici bursieri.....	155
5.3 Indicii piețelor bursiere românești	161
5.4 Indici ai unor burse naționale străine, cu semnificații internaționale	163
5.5 Concluzii, propuneri și contribuții personale	166
5.5.1. Concluzii.....	166
5.5.2. Opinii	167
5.5.3. Contribuții personale	168

CAPITOLUL VI

ANALIZA FUNDAMENTALĂ A PIEȚEI ROMÂNEȘTI DE CAPITAL – REFLECTARE A NIVELULUI CONSOLIDĂRII EI, ÎN FUNCȚIE DE EVOLUȚIA ECONOMIEI, ÎN ANSAMBLUL EI

6.1 Noțiuni de bază privind <i>analiza fundamentală a pieței de capital</i>	170
6.2 Cele două niveluri la care se realizează analiza fundamentală	172
6.2.1. Analiza pieței de negociere, inclusiv a economiei în ansamblul ei.....	172
6.2.2. Analiza firmei emitente	175
6.3 Analiza situațiilor financiare	176
6.3.1. Particularități ale analizei fundamentale a acțiunilor – metode de determinare a valorii lor reale.....	187
6.3.2. Particularități ale evaluării obligațiunilor.....	189
6.4 Analiza fundamentală a pieței de capital din România.....	191
6.5 Concluzii, propuneri și contribuții personale	222
6.5.1. Concluzii.....	222

6.5.2. Opinii	223
6.5.3. Contribuții personale	224

CAPITOLUL VII

ANALIZA TEHNICĂ (CHARTISTĂ) A PIEȚEI DE CAPITAL ROMÂNEȘTI REFLECTARE A NIVELULUI CONSOLIDĂRII EI, ÎN FUNCȚIE DE PREȚUL INSTRUMENTELOR FINANCIARE TRANZACȚIONALE

7.1 Noțiuni fundamentale privind analiza tehnică	225
7.2 Mecanismul analizei tehnice a pieței valorilor mobiliare.....	228
7.2.1. Mișcări semnificative ale prețului	230
7.2.1.1. Suportul și rezistența	230
7.2.1.2. Liniile de trend.....	231
7.2.1.3. Canalul de trend.....	232
7.2.1.4. Corecțiile	233
7.2.1.5. Ziua revirimentului.....	234
7.2.2. Tipuri de grafice	234
7.2.3. Configurații de reversibilitate.....	237
7.3 Indicatori de bază folosiți în analiza tehnică a pieței bursiere	241
7.4 Studiu de caz – Analiza tehnică a pieței de capital românești prin prisma evoluției indicilor bursieri	245
7.5 Studiu comparativ BVB – SIBEX privind situația consolidării pieței de capital românești prin prisma analizei tehnice.....	261
7.6 Concluzii, propuneri și contribuții personale	266
7.6.1. Concluzii.....	266
7.6.2. Opinii	267
7.6.3. Contribuții personale.....	268
SINTEZA CONCLUZIILOR, OPINIILOR ȘI CONTRIBUȚIILOR PERSONALE	270

Cuvinte cheie: acțiuni, bursa consolidare, firmă emitentă, indici bursieri, instrumente de economisire, mecanism, obligațiuni, piața de capital, indici, trend.

Motivația, metodologia cercetării și obiectivele propuse

Prin dezvoltarea pieței de capital românești s-a dorit crearea unei piețe în care atât investitorii autohtoni cât și cei străini să beneficieze de reglementările și instituțiile specifice piețelor de capital din țările dezvoltate.

Piața de capital oferă mecanisme specifice, un cadru legal și instituțional menite a spori eficiența ansamblului economic și a asigura manifestarea liberă a legilor pieței.

O piață de capital eficientă poate fi analizată fie de o manieră normativă, fie folosind o metodă prospectivă. Întrucât procesul de consolidare a pieței românești de capital are la bază prima viziune, vom încerca să prezentăm câteva din realizările sau neîmplinirile acestui demers.

În esență, obiectivul consolidării este construirea unei piețe de capital performante, în vederea integrării României în Uniunea Europeană. Analiza eficienței pieței se impune a fi făcută pe câteva paliere:

- autoritatea pieței;
- instrumentele negociate;
- instituțiile ce activează pe piață;
- mecanismele de manifestare a cererii și ofertei.

Cercetarea noastră a fost orientată spre aspectele economice, juridice și financiare ale procesului de consolidare a pieței române de capital, în contextul aderării țării la Uniunea europeană și a procesului de integrare în economia comunitară.. Imboldul spre studierea unei astfel de teme a izvorât din experiența practică a doctorandului, în dubla sa calitate de economist și om de afaceri implicat în tranzacțiile bursiere..

Stadiul cunoașterii: idei, autori și lucrări de referință

Tema de cercetare aleasă s-a dovedit pe cât de generoasă, pe atât de complexă și delicată. Interesul față de o astfel de problematică a fost prezent în preocupările unor autori de pretutindeni, dar în special autohtoni, deopotrivă specialiști în management, economie, finanțe, științe juridice, sociologie. Tocmai de aceea subiectul ales a făcut obiectul unor investigații pluridisciplinare.

Ideile, autorii și lucrările de referință, precum și analizele întreprinse, concluziile și sugestiile făcute sunt menționate în lista bibliografică finală și notele de subsol, precum și pe parcursul lucrării.

Obiectivele cercetării

Elaborarea tezei de doctorat a presupus o vastă investigare bibliografică pentru a constata stadiul cunoașterii în domeniul cercetat. Pe parcursul lucrării am încercat să semnalăm și să sistematizăm principalele idei din studiile unor autori consacrați. Acesta a fost doar punctul de plecare pentru aprofundarea unor aspecte economice și financiare evoluției și consolidării pieței de capital din România. Am efectuat în acest sens ample analize ale performanțelor principalelor segmente ale pieței autohtone de capital, cu accent pe raportul dintre eficiența acestora și desfașurarea procesului de consolidare a pieței. Constatările rezultate din aceste analize ne-au permis a formula unele sugestii

vizând îmbunătățirea activității în domeniu. Acestea au făcut obiectul concluziilor și recomandărilor de la sfârșitul fiecărui capitol, sistematizate și prezentate succinct în concluziile finale. Sursele de date utilizate în analiză au fost în principal: rapoarte și anuare ale unor instituții specializate precum și baze de date specifice domeniului bursier semnalate în lista bibliografică. În analiza și interpretarea datelor am folosit modele econometrice consacrate și metode moderne de analiză economico-financiară regăsite în lucrările unor specialiști consacrați.

Unele din rezultatele cercetării întreprinse au făcut obiectul unor articole publicate în reviste de specialitate semnalate în lista bibliografică.

Prezentarea schematică a tezei de doctorat

Capitolul 1

1. Formarea și dezvoltarea pieței de capital în România reprezintă o componentă esențială a procesului de restructurare a economiei. Practic, procesul de dezvoltare a unei piețe de capital în țara noastră a început de la zero, România neavând o piață de capital timp de 50 de ani. Totuși, după înlăturarea comunismului, necesitatea acesteia a fost evidentă: **sistemul economic românesc trebuia să răspundă necesităților investitorilor români și străini în ceea ce privește alternativele de investire** pentru fructificarea cât mai eficientă a resurselor financiare de care dispuneau.

Procesul a fost și este în continuare lung și anevoios. Din punct de vedere legislativ o lege care să reglementeze efectiv piața de capital în România a fost adoptată abia în anul 1994, la cinci ani de la revoluție, dar necesitatea ulterioară de aliniere la standardele europene a condus la adoptarea legii 294/2004 care reglementează și în prezent piața de capital românească.

Poate ca cel mai reprezentativ actor al pieței de capital autohtone este Bursa de Valori București. Bursa a fost adeseori asemuită cu un **barometru de măsurare a performanțelor unei economii**. În cadrul acesteia are loc întâlnirea liberă dintre forțele pieței, excluzând orice intervenție extra-economică, precum și orice tentativă de manipulare a variabilelor pieței. De aceea se spune că bursa este mecanismul care se apropie cel mai mult de modelul economic al pieței pure și perfecte, asigurând formarea prețurilor pe baza raporturilor ce se stabilesc între cererea și oferta de la un moment dat, și reflectând în permanență realitatea economică. Pentru ca această afirmație să fie adevărată, esențial este însă în primul rând **gradul de reprezentativitate al societăților listate la bursă, atât numeric cât și din punct de vedere al importanței și puterii lor economice**. Din acest punct de vedere bursa de valori nu își îndeplinește încă rolul reprezentativ.

Totuși, **dimensiunea pieței rămâne în continuare modestă**, foarte multe instrumente și operațiuni absolut necesare lipsesc, investițiile financiare rămân o necunoscută pentru majoritatea

covârșitoare a potențialilor emitenți și investitori autohtoni, iar România lipsește în mare măsură din peisajul investitorilor străini. Sunt probleme foarte mari, care pot fi depășite numai prin strategii pe termen lung și prin eforturi foarte mari.

Pericolul cel mai mare la acest moment este **stagnarea dezvoltării pieței**, iar urmărind doar problemele și activitățile curente, acest pericol nu este foarte evident. Dacă nu se adoptă o **strategie coerentă și măsuri ferme de diversificare a instrumentelor oferite și de popularizare a pieței de capital**, aceasta va mai merge înainte din inerție un anumit timp, iar apoi se va opri, rămânând la dimensiunile și nivelul de dezvoltare actuale.

Deoarece funcționarea normală a pieței de capital asigură reorientarea și restructurarea activității societăților comerciale în funcție de cerințele pieței, oferă modalități de finanțare mult mai rapide atât statului, administrației publice centrale și locale, cât și societăților comerciale, putem considera că piața de capital trebuie să fie nu numai o simplă componentă a economiei de piață ci un barometru al activității fiecărui emitent, în parte, și a economiei în ansamblu.

În ceea ce privește piața de capital românească, acest deziderat de barometru al activității economiei nu a fost realizat.

Astfel, **societățile nu folosesc piața de capital ca sursă de finanțare**, deoarece există manageri care reacționează negativ la propunerea de a utiliza această sursă de finanțare existând teama că se va pierde controlul asupra procesului de decizie dacă vor apărea noi acționari. Un alt element care a generat insuficienta utilizare a pieței de capital a fost politica adoptată de stat pe piața monetară prin oferirea unor dobânzi la certificate de trezorerie ridicate comparativ cu câștigurile oferite de plasamentele pe piața de capital, situație unică în lume, deoarece după cum se știe plasamentele în valori emise de stat sunt sigure.

Piața de capital, prin intermediul bursei de valori, facilitează accesul la capital pentru investiții, lipsa accesului putând avea următoarele consecințe:

- **posibilități limitate de diversificare a riscurilor.** Firmele pot opta pentru alte modalități de acoperire a riscurilor, însă adoptarea unor astfel de strategii se face cu prețul creșterii pe termen lung,
- companiile pot avea probleme în găsirea echilibrului dintre capital și împrumuturi.

Diversificarea instrumentelor de economisire și a serviciilor oferite investitorilor este destul de redusă. De altfel, în România tranzacționarea obligațiunilor pe piața de capital a început să fie utilizată abia după 1999, iar titlurile de stat, abia de cativa ani. De asemenea, faptul că pe piața secundară nu se tranzacționează bonuri de tezaur împiedică populația să participe direct la procesul de stabilire a nivelului dobânzilor.

Nivelul redus sau chiar inexistent al dividendelor, comparativ cu rata inflației, oferite

acționarilor de către societățile comerciale a generat o reducere a atractivității acestora pentru investitorii de portofoliu. Ceea ce este grav este că această atitudine este una deliberată.

De asemenea, **climatul inflaționist** și mai ales politica prin care Guvernul și Banca Națională corelează dobânzile cu nivelul inflației au creat confuzie în analizele ce pot fi făcute asupra venitului anticipat în cadrul acțiunilor cotate la Bursa de Valori București și RASDAQ.

Nivelul ridicat al comisionelor percepute de instituțiile pieței pentru serviciile oferite a generat o reducere a numărului de societăți care ar fi putut fi cotate pe piață. Statul prin politicile promovate a generat situația în care **utilizarea pieței de capital se realizează de către investitorii autohtoni și străini de cele mai multe ori în scopuri speculative.**

În acest context, se impune consolidarea pieței de capital pentru a oferi un viitor industriei valorilor mobiliare din România, prin **reînvățarea rolului pe care piața bursieră trebuie să-l joace în finanțarea dezvoltării companiilor și a economiei, în general.** O piață bursieră cu o altă anvergură în cadrul sistemului financiar din România, care să se apropie de indicatorii de eficiență și lichiditate ai piețelor europene, va asigura suportul pentru a influența în mod pozitiv cererea pentru valorile mobiliare emise de companiile românești, din partea investitorilor autohtoni și străini, dar și oferta de valori mobiliare disponibile pe piața bursieră.

Capitolul 2. Pentru țările cu piața de capital slab dezvoltată este foarte dificil de a atrage fonduri străine de pe piața internă pentru a putea acoperi necesarul de fonduri externe. Astfel aceste țări sunt nevoite să atragă acest capital de pe piețe de capital internaționale. Investitorii străini instituționali au avut un rol important în dezvoltarea piețelor de capital emergente. A existat o modificare dramatică a procentului de titluri aparținând economiilor emergente, din portofoliul acestor investitori profesioniști. Dar pentru ca acești investitori să investească în aceste economii e necesară piața de capital internă puternică și consolidată.

Pentru țările în tranziție ca și în cazul economiei românești, lipsa dezvoltării pieței interne de capital s-a datorat în principal următoarelor motive:

a) Lipsa investitorilor

Puțini investitori instituționali (fonduri de pensii, companii de asigurare)

Rata redusă a economiilor și lipsa de încredere în nou formată piață de capital atât a populației cât și a investitorilor instituționali contribuie la o dezvoltare foarte înceată a acesteia. În același timp, volatilitatea mare a mediului de afaceri nu încurajează apariția marilor investitori.

b) Lipsa unei legislații adecvate

Legislația stabilă este o cerință foarte importantă pentru dezvoltarea pieței de capital deoarece dă încredere în vederea creării unui mediu investițional sănătos. Insuficiența legislativă apare în special în următoarele considerente:

- **protecția investitorilor minoritari**

Lipsa legislației împreună cu caracterul difuz al stucturii acționariale în companiile românești lasă neprotejați investitorii minoritari în fața celor majoritari. Un caz aparte îl are statul prin intervențiile sale ce au diluat proporțiile acționarilor din companiile ce nu fuseseră încă privatizate total (cazul introducerii capitalul social în contul FPS al terenului).

- **reglementarea insuficientă a Bursei de Valori**

Lipsa regulamentelor specifice bursei în domenii importante ca: drepturile membrilor, raportări ale emitenților și proceduri de tranzacționare.

- **cerințe reduse privind raportările actorilor pieței de capital**

Cerințele de transparență pentru companiile listate pe piața de capital reglementată sunt încă deficitare. Este mult mai critic atât timp cât mulți manageri de companii văd raportările ca fiind fără folos. Atitudinea lor este suportată datorită difuziei acționarilor și controlul este redus datorită lipsei de transparență a sistemului contabil folosit în România.

- **standardele contabile românești**

Datorită diferenței în sistemul lor contabil comparația directă între performanțele financiare ale companiilor românești și cele internaționale nu poate fi realizate.

Principalele diferențe între standardele contabile românești și standardele internaționale de contabilitate sunt următoarele:

- inflația ridicată nu este reflectată de standardele românești de aceea investitorii evaluează companiile folosind metoda costului mediu, astfel aparând un cost artificial mai mic

- companiile românești folosesc metoda costului total pentru calculul costului contabil și consideră modificările la inventarul măfurilor ca parte a veniturilor.

- provizioanele sunt acceptate, dar companiile se folosesc de acestea foarte rar. Datorită faptului ca oprirea unor sume pentru riscuri nu este obligatorie, companiile nu au în general provizioane pentru clienții incerti, marfa nevândută, sau pentru deprecierea activelor.

- **lichiditatea scăzută a pieței de capital**

Piața de capital nu reușește să atragă mari investitori instituționali care nu investesc în acțiuni pe care nu pot să le vândă imediat ce este necesar.

- **lipsa unei curbe reale a randamentului-risc**

Curba randamentului titlurilor emise de stat ar trebui să fie baza de comparație pentru

investitorii de capital. Lipsa unei curbe reale între risc și randament (la randamentul cel mai mare riscul cel mai mic) împiedică apariția unor investitori profesioniști, deoarece este foarte greu să stabilești o strategie investitională.

- tehnologia nedezvoltată

Pentru economiile în tranziție, tehnologia subdezvoltată este o piedică împotriva dezvoltării pieței de capital. Doar un sistem de tranzacționare extrem de bine dezvoltat permite diversificarea instrumentelor financiare care conferă încredere investitorilor în acea piață.

- Lipsa informațiilor

Lipsa unor date istorice despre companiile listate sau dificultatea procurării acestora precum și încetineala cu care aceste informații apar este o slăbiciune a majorității economiilor în tranziție. Fără aceste informații investitorii instituționali nu pot face analize adânci asupra situației companiilor respective și deci se vor feri să investească.

Romania este o țară mare, dar are o piață de capital încă mică, raportat la mărimea țării, și concentrată pe un număr redus de acțiuni. Câteva societăți din domeniul petrolier și energetic, bănci și societăți financiare domină Bursa de Valori București și reprezintă cea mai mare parte a cifrei de afaceri. Piața de capital din România pare, astfel, ținta perfectă pentru o posibilă internalizare a tranzacțiilor sau crearea unei platforme de tranzacționare a bancilor, în afara bursei. Deși atracția este mare, totuși, în piețe de capital mici, cum este și cazul României, comunitatea bancară și cea a brokerilor sunt interconectate, cooperarea este bună și se încearcă mai degrabă crearea de noi oportunități pe piața existentă și chiar reducerea comisioanelor decât crearea unei noi platforme de tranzacționare și concurența facilităților deja existente. Noul cadru legislativ al Uniunii Europene în materia serviciilor de investiții financiare, reprezentat de așa-numita directivă MiFID (Markets in Financial Investments Directive), care a intrat în vigoare în noiembrie 2007, și-a propus să crească competiția și eficiența pe piețele de capital și să le facă mai competitive comparativ cu celelalte piețe de capital din lume. Aceasta presupune deschiderea piețelor pentru competiția transfrontalieră, iar UE sugerează crearea unui nou regim în comunitatea serviciilor de investiții financiare. De asemenea, creează oportunități jucătorilor de pe piață, oferind noi moduri de tranzacționare a valorilor mobiliare. Provocările aduse de noile reglementări vor depăși piețele de capital naționale monopoliste și vor conduce la crearea de facilități multilaterale de tranzacționare și vor oferi, spre exemplu, băncilor posibilitatea de a internaliza tranzacții. Directiva MiFID aduce criterii de performanță suplimentare care trebuie respectate, din punct de vedere al transparenței, al accesului nediscriminatoriu la resurse - spre exemplu membrii bursei de la distanță care pot să intre în sistemul de tranzacționare, validitatea pașapoartelor europene pentru intermediari. Sunt lucruri noi care plasează instituțiile bursiere din România la un anumit nivel

de exigență, responsabilitate și deschidere. O posibilă concurență directă pentru BVB și sistemul de tranzacționare ARENA, respectiv o altă piață reglementată, în speță SIBEX, nu are premisele să apară prea curând. Șansele să apară piețe alternative viabile pentru BVB sunt mai mici decât în alte țări. Poate există însă concurență la nivelul instrumentelor în care se investește, nu neaparat la nivelul bursei.

Există propuneri pentru BVB și alte piețe de capital din regiune pentru crearea unei platforme comune de tranzacționare, așa cum s-a întâmplat în țările baltice, în vederea atragerii unui număr mai mare de investitori. Conform acestei inițiative, piețele de capital din regiune ar rămâne independente însă ar apărea împreună pe monitoarele investitorilor, ceea ce ar crește vizibilitatea acțiunilor listate. Obiectivul adoptării directivei MiFID este crearea unei piețe pan-europene pentru produsele financiare, precum acțiunile și obligațiunile. Printre prevederile impuse se numără creșterea transparenței, astfel încât investitorii să cunoască valoarea comisioanelor achitate la cumpărarea de titluri de pe diverse piețe, și desființarea monopolurilor deținute de unele burse de valori locale.

Capitolul 3. Orice societate în tranziție își propune ca obiectiv crearea și dezvoltarea unei piețe specializate, respectiv piața de capital care să permită intermedierea transferului de fonduri de la investitori către emitenți. În acest context formarea și dezvoltarea pieței de capital în România este considerată o componentă esențială a procesului de restructurare a economiei românești, de creare a mecanismelor și instituțiilor specifice economiei de piață.

Deoarece funcționarea normală a pieței de capital asigură reorientarea și restructurarea activității societăților comerciale în funcție de cerințele pieței, oferă modalități de finanțare mult mai rapide atât statului, administrației publice centrale și locale, cât și societăților comerciale, putem considera că piața de capital trebuie să fie nu numai o simplă componentă a economiei de piață ci un barometru al activității fiecărui emitent, în parte, și a economiei în ansamblu.

În ceea ce privește piața de capital românească, acest deziderat de barometru al activității economiei nu a fost realizat.

Astfel, societățile nu folosesc piața de capital ca sursă de finanțare, deoarece există manageri care reacționează negativ la propunerea de a utiliza această sursă de finanțare existând teama că se va pierde controlul asupra procesului de decizie dacă vor apărea noi acționari. Un alt element care a generat insuficiența utilizare a pieței de capital a fost politica adoptată de stat pe piața monetară prin oferirea unor dobânzi la certificate de trezorerie ridicate comparativ cu câștigurile oferite de plasamentele pe piața de capital, situație unică în lume, deoarece după cum se știe plasamentele în valori emise de stat sunt sigure.

Piața de capital, prin intermediul bursei de valori, facilitează accesul la capital pentru investiții, lipsa accesului putând avea următoarele consecințe:

- posibilități limitate de diversificare a riscurilor. Firmele pot opta pentru alte modalități de acoperire a riscurilor, însă adoptarea unor astfel de strategii se face cu prețul creșterii pe termen lung,
- companiile pot avea probleme în găsirea echilibrului dintre capital și împrumuturi.

Diversificarea instrumentelor de economisire și a serviciilor oferite investitorilor este destul de redusă. De altfel, în România tranzacționarea obligațiunilor pe piața de capital a început să fie utilizată abia după 1999, iar titlurile de stat, deși sunt reglementate legal, nu se tranzacționează încă. De asemenea, faptul că pe piața secundară nu se tranzacționează bonuri de tezaur împiedică populația să participe direct la procesul de stabilire a nivelului dobânzilor.

Nivelul redus sau chiar inexistent al dividendelor, comparativ cu rata inflației, oferite acționarilor de către societățile comerciale a generat o reducere a atractivității acestora pentru investitorii de portofoliu. Ceea ce este grav este că această atitudine este una deliberată.

De asemenea, climatul inflaționist și mai ales politica prin care Guvernul și Banca Națională corelează dobânzile cu nivelul inflației au creat confuzie în analizele ce pot fi făcute asupra venitului anticipat în cadrul acțiunilor cotate la Bursa de Valori București și Rasdaq.

Nivelul ridicat al comisioanelor percepute de instituțiile pieței pentru serviciile oferite a generat o reducere a numărului de societăți care ar fi putut fi cotate pe piață. Statul, prin politicile promovate, a generat situația în care utilizarea pieței de capital de către investitorii autohtoni și străini de cele mai multe ori în scopuri speculative.

În acest context, se impune consolidarea pieței de capital pentru a oferi un viitor industriei valorilor mobiliare din România, prin reinventarea rolului pe care piața bursieră trebuie să-l joace în finanțarea dezvoltării companiilor și a economiei, în general. O piață bursieră cu o altă anvergură în cadrul sistemului financiar din România, care să se apropie de indicatorii de eficiență și lichiditate ai piețelor europene, va asigura suportul pentru a influența în mod pozitiv cererea pentru valorile mobiliare emise de companiile românești, din partea investitorilor autohtoni și străini, dar și oferta de valori mobiliare disponibile pe piața bursieră.

Capitolul 4. Planul UE de acțiune în domeniul serviciilor financiare intenționează să elimine sau să reducă numărul de bariere din comerțul cu titluri financiare, inclusiv o „recunoaștere reciprocă” mult mai bună a anunțurilor de emisiune, accesul intermediarilor, apartenența de la distanță la o bursă de valori, precum și raportarea în baza unor standarde internaționale de contabilitate (IAS).

Măsurile sunt menite a stabili un nivel mai competitiv al burselor europene în competiția cu

cele americane. Tendințele înregistrate în Europa ultimilor ani încep să fie apropiate de cele ale SUA (păstrând, bineînțeles, proporțiile).

Se constată scăderea importanței activității bancare tradiționale și creșterea culturii equity (a emisiunilor de acțiuni, aici ca alternativă la finanțarea prin credit bancar - în limba engleză), deși tendința încă se află în urma SUA. Ca și cele americane, companiile europene de astăzi apelează la finanțare prin emisiune de acțiuni și obligațiuni corporative, ceea ce determină extinderea și diversificarea pieței europene a instrumentelor financiare.

Investitorii instituționali (fondurile de pensii) își cresc ponderea de active cu profituri mai ridicate (obligațiuni private, în detrimentul celor guvernamentale), cel puțin din determinări de îmbătrânire a populației europene.

În Europa, bursele au fost martorele a două forme de intrări: o serie de noi burse, concentrându-se numai pe companiile cu creștere ridicată (cum ar fi Neue Markt și alianța Euro NM) și dezvoltarea rapidă a tranzacționării on-line (direct, prin sistemul electronic), prin intermediul Internet-ului (cu comisioane mult mai mici).

Bursele își schimbă structura acționariatului, se renunță la statutul lor de asociații, iar acțiunile lor sunt listate. Europa a fost cuprinsă de un val de fuziuni și achiziții: verticale, orizontale, geografice. Numărul membrilor burselor este în creștere, apărând membri interesați și din alte țări. A crescut și numărul societăților listate. Sistemele de tranzacționare au devenit predominant automatizate și order driven (pe bază de ordine, opus sistemului bazat pe cotații).

Internaționalizarea fluxului de ordine duce la formarea, în cadrul burselor, a unor prețuri competitive. Stabilirea competitivă a prețurilor necesită economii de scară, eficiență. Lansarea fuziunilor și achizițiilor poate crea sinergii atât asupra costurilor cât și asupra veniturilor, dar influențează aspectul concurențial.

Bursele stabilesc colaborări internaționale și regionale. Hellenic Exchanges (HELEX), Athens Exchange (ATHEX) și Thessalonica Stock Exchange Center (TSEC) au semnat astfel de colaborări cu Belgrad, Sofia, București, Skopje și Muntenegru. Bursa din Atena Athex, colaborează cu Bursa din Cipru prin instalarea sistemului grecesc OASIS, supraveghere și schimb de informații reciproce.

Urmând alianțele încheiate de către burse, sistemele de clearing Euroclear și Cedel, deși rivale în trecut, au elaborat sisteme de raționalizare a clearing-ului.

Evoluția Burselor în EU este caracterizată de tendințe centrifuge și centripete. Apar tendințe de diversificare, însoțite de planuri ale consolidării.

Bursele de valori au realizat, sub presiunea globalizării și a revoluției informatice, precum și ca răspuns la moneda unică, platforme comune de tranzacționare (Euronext este un sistem care unește

Paris, Amsterdam și Bruxelles).

Economia activităților financiare cu mobilitate ridicată este centrifugă, deci orientată spre ofertă și descentralizare. Printre exemple se numără prelucrarea cererilor de asigurare sau alte activități (de exemplu rezervări în transporturi) care pot fi efectuate mai performant și în condiții de costuri reduse în locații periferice (datorită dotărilor cu factori, impozitelor etc).

Economia activităților financiare cu mobilitate scăzută este centripetă, deci orientată spre aglomerare sau cerere. Printre forțele care generează aglomerarea se numără elemente cum sunt apropierea de clienți, ușurința găsirii unor parteneri, siguranța unor reguli adecvate și a aplicării acestora, contacte personale și rețele, factori de calificare, specializare și acces la analiză de calitate.

S-ar părea că un anumit grad de separare a serviciilor în componentele lor poate oferi oportunități pentru forțele centrifuge, dar foarte bine poate determina o puternică tendință de aglomerare. Centrele financiare concurează între ele în baza economiilor de aglomerare (cauzând o gravitație puternică către un centru financiar european unic pentru comerțul en-gros, pentru investitori instituționali), gamei de produse (amplare și inovare), transparenței (un motiv pentru care o parte a sarcinii de reglementare și supraveghere va fi considerată benefică), vitezei și costurilor de tranzacționare scăzute, precum și deschiderii (fără caracter exclusiv sau potențial de manipulare a pieței).

Impozitarea nu pare a reprezenta un aspect important. Dificultățile noilor alianțe între burse arată că decontarea și compensarea, precum și alte diferențe subtile, încă ridică în mod inutil costurile și, probabil, ascund grupuri de interese. Totuși, aceasta nu va încetini semnificativ consolidarea în Europa: tendința pare a fi spre mai puține burse și, eventual, o singură bursă dominantă în numai câțiva ani. În dezbaterile privind fuziunea între bursele de valori a devenit clar că găsirea unui partener european este, de departe, cel mai important element de cost.

Forțele consolidării în tranzacțiile cu titluri financiare fiind atât de puternice, deficiențele directivei privind serviciile de investiții din 1993 (93/6), lipsa cooperării eficiente dintre autoritățile de supraveghere naționale și incapacitatea de a aborda o serie de bariere tehnice și legale în calea creării unor burse competitive la nivelul zonei Euro, au devenit piedici în calea unui dinamism mult dorit.

Într-o anumită măsură, au fost utile dereglementarea națională și reforma autoreglementării intermediarilor. Competiția dintre burse se intensifică, iar industria burselor în Uniunea Europeană încă nu este concentrată. Este necesară în continuare aprofundarea – prin armonizare și mai bună funcționare a recunoașterii reciproce.

Pare justificată așteptarea conform căreia succesul continuării adâncirii va descătușa un dinamism înnoit și restructurare, susținând expectanța de creștere a activității bursiere în UE.

Capitolul 5. Indicele bursier este o măsură a dinamicii valorice a unei piețe bursiere. Performanțele respectivei piețe măsurate de indicii bursieri, în timp, exprimă starea generală a economiei, măsura în care acesta permite realizarea unor profituri cât mai mari și implicit obținerea unor dividende însemnate pentru deținătorii de titluri.

Indicii bursieri au apărut în urma constatării necesității unor indicatori statistici care să reflecte evoluția, în timp, a piețelor de valori mobiliare și astfel fiecare bursă de valori să-și calculeze propriul indice, care să evidențieze tendința de ansamblu a acesteia, respectiv mișcarea generală a cursurilor acțiunilor pe piața respectivă.

Cum bursa de valori este „un barometru al economiei de piață”, indicele bursier exprimă, deci, climatul general de afaceri, așa cum rezultă din influența conjugată a factorilor economici, precum și a evenimentelor social-politice, a ansamblului de procese și fenomene care determină mersul vieții economico-sociale. În acest sens, este important de urmărit nu numai evoluția indicilor reprezentativi pentru o anumită piață, ci și indicii, care prin poziția în lume a bursei căreia îi aparțin sunt reprezentativi și pentru situația economic-financiară la scară internațională sau, de asemenea, indicii mondiali, care oferă o bază de analiză a pieței bursiere mondiale. Acești indici reprezentativi (de exemplu: Dow Jones Industrial Average -DJIA) au o mare importanță pentru oamenii de bursă și pentru întreaga lume de afaceri, deoarece reflectă mișcarea de ansamblu a pieței bursiere, tendințele de creștere sau de scădere, orientând investitorii în opțiunile lor. O creștere durabilă a indicilor înseamnă o bursă de valori puternică, atractivă, care reflectă optimism în cercurile de afaceri și un volum important de tranzacții (piață „sub semnul taurului” - engl. bull market). O tendință descendentă durabilă a indicilor înseamnă o piață slabă, lipsită de interes pentru tranzacții, pesimism în cercurile de afaceri (piață „sub semnul ursului” - engl. bear market).

Urmărirea indicilor bursieri este necesară și pentru a aprecia performanțele unei acțiuni individuale în raport cu tendința pieței. Dacă valoarea unei acțiuni scade, în timp ce trendul pieței pe care cotează acea acțiune este stabil sau în creștere înseamnă că firma emitentă este evaluată negativ de către piață, că există riscuri în păstrarea aceluși tip de acțiuni. Dacă un sector întreg este evaluat de piață sub tendința medie, înseamnă că acel sector se confruntă cu probleme economice, că evoluția sa viitoare este pusă sub semnul întrebării.

Pentru selecționarea valorilor mobiliare care intră în componența unui indice bursier (coșul indicelui) se pot lua în considerare toate valorile ce cotează pe piața bursieră respectivă (indice exhaustiv) sau se poate face o selecție a valorilor cele mai reprezentative astfel încât să se obțină informațiile cele mai exacte și importante cu privire la ansamblul cifrei bursei de valori respective. Alegerea celor mai reprezentative valori pentru definirea unui indice bursier permite eliminarea influențelor nereprezentative în favoarea reflectării modificărilor structurale ale pieței și a reflectării cât mai exacte a fluctuațiilor în activitatea economică și a procesului de capitalizare bursieră. Așadar, indicii bursieri își modifică, uneori, structura, comparându-se, însă, în timp informațiile. Dacă schimbarea este de mare amploare și compararea informațiilor nu mai este posibilă se recurge

la înlocuirea indicelui vechi cu altul nou sau la fundamentarea unui indice nou fără abandonarea celui vechi. De aceea numărul indicilor bursieri este foarte mare, fiecare piață bursieră calculând cel puțin un indice bursier, în statisticile internaționale publicându-se doar informații despre indicii reprezentativi. De altfel, includerea în compoziția unui indice bursier a unei firme reprezintă o consacrare pentru respectiva firmă, acțiunile sale fiind considerate valori sigure.

Numărul și alegerea titlurilor care intră în calculul unui indice bursier depinde de rolul asumat de acesta. Dacă este construit pentru a reflecta evoluția instantanee a unei piețe bursiere, indicele bursier trebuie calculat pornind de la un număr mic de titluri, cele mai active, mai lichide pe respectiva piață și care asigură un grad ridicat de reprezentativitate (de exemplu: DJIA reflectă 15-20% din capitalizarea bursieră la NYSE; CAC 40 - 53% din capitalizarea bursieră a bursei franceze). Dacă este construit pentru analiză, indicele bursier trebuie calculat pornind de la un eșantion mult mai larg, care să asigure reprezentarea tuturor sectoarelor importante din economia respectivă, din examinarea lui putându-se face prognoze, pe termen mediu și lung, de bună calitate pentru tendința globală a pieței pe care o caracterizează (de exemplu: SBF 250, Nikkei 300). Se utilizează și indici bursieri ce asigură o reprezentare totală (exemplu: indicele SBS al bursei de la Amsterdam) sau cvasitotală a unei piețe sau un grad foarte ridicat de reprezentativitate pentru o piață națională (exemplu: indicele Standard & Poors 500, care este considerat cel mai reprezentativ indice pentru evoluția de ansamblu a pieței americane).

Capitolul 6. Analiza fundamentală studiază cauzele care stau la baza mișcării pieței, în timp ce tehnicienii studiază efectul. Totul devine neclar atunci când piața nu se comportă conform fundamentelor cunoscute și prețurile nu evoluează în conformitate cu cele cunoscute. O altă diferență majoră între analiza tehnică și cea fundamentală este cea referitoare la intervalul de timp analizat. Analiza tehnică, utilizând grafice, este ușor de folosit în previziuni și evaluări pe intervale scurte de timp, pe când analiza fundamentală este recomandată pentru previziuni de lungă durată.

Metodele utilizate în analiza fundamentală sunt mult mai sofisticate (analiza neuronală, teoria haosului, etc.) bazându-se pe analiza cererii și ofertei și nu numai pe prelucrarea simplă a prețurilor, cum se întâmplă în analiza tehnică (grafice). Analiza fundamentală se axează, pe relațiile de cauzalitate: prețurile sunt previzionate prin identificarea factorilor de influență. Aproape în toate cazurile informațiile utilizate descriu pe larg elementele fundamentale considerate a fi la baza unor fluctuații ale prețurilor. Analiza fundamentală este obiectivă, deoarece relațiile între variabilele fundamentale și curs sunt testate prin metode matematice sau statistice. Cele care eșuează sunt eliminate pe când cele care sunt confirmate sunt percepute ca credibile. Nu rămâne loc pentru preferințe personale, subiective.

Există însă și argumente care sunt contra analizei fundamentale. Analiza fundamentală necesită un volum considerabil de date pentru a testa reprezentativitatea variabilelor. Aceste date sunt greu de găsit, costă și, mai mult, adesea sunt alterate de erori de înregistrare care trebuie identificate și

corectate. Analiza fundamentală necesită un volum uriaș de muncă ce nu poate fi automatizată, timp și energie. Metodele au devenit atât de complexe astfel încât un număr mic de economiști strict specializați sunt în măsură să le aprecieze și să le dezvolte. De exemplu, marile bănci angajează adesea echipe de analiști pentru a elabora modele de previziune proprii. Chiar dacă există timpul, energia și datele necesare este extrem de dificil a găsi relațiile dintre cursuri și variabilele fundamentale care să își mențină valabilitatea în timp și să furnizeze predicții satisfăcătoare. Cauza ar fi, în parte, numărul mare de variabile relaționate, interconținute, între care este dificil de stabilit relații cauzale.

Nu există metode infailibile de analiză fundamentală a societăților comerciale cotate la bursă, care să ofere cu certitudine rezultate pertinente. În timp ce analiza statică se bazează pe ipoteza menținerii trendului istoric al indicatorilor, cea dinamică include subiectivismul analistului; de aceea este necesar să se îmbine metodele de analiză statică cu cele de analiză dinamică;

Pentru analiza fundamentală nu sunt suficiente informațiile oferite de situațiile financiare standardizate, fiind necesare investigații pentru obținerea unui număr cât mai mare de informații privind incidența unor factori de risc sau dimpotrivă de progres, conjuncturali, asupra companiei analizate. De multe ori aceste informații se dovedesc la fel de valoroase ca și cele strict economice, oficializate.

Pentru analiza fundamentală temeinică, analistul economic trebuie neapărat să se documenteze în legătură cu:

- *metodele și politicile contabile* utilizate de compania analizată. O mare importanță are modalitatea de evaluare și menținere în actualitate a valorilor activelor imobilizate, modalitățile de constituire și de stingere a provizioanelor, regimul de amortizare, factori cu incidență directă asupra valorii patrimoniului și implicit asupra valorii contabile a titlurilor care constituie principalul reper în estimarea „prețului corect” al titlurilor de capital.

- *elemente care să ilustreze și să prefigureze stabilitatea* în compania analizată de genul celor care în contabilitate asigură aplicarea principiului „menținerii capitalului”. Importante repere în acest sens pot fi: acoperirea cu contracte, graficul de revizii și reparații la societățile productive, fluctuația personalului, nivelul salariilor, stabilitatea conducerii executive, nivelul și dinamica investițiilor, etc.

- *incidența factorilor de mediu*. Este știut că după aderarea la Uniunea Europeană, o serie de companii românești vor avea mari dificultăți în respectarea condițiilor de mediu, ajungându-se până la lichidarea acestora.

- *politicile guvernamentale sau europene sectoriale*. Aceste politici au impact major în dezvoltarea companiilor din anumite ramuri. De aceea, cunoașterea lor și mai ales anticiparea efectelor lor poate conduce la o judecată pertinentă privind valoarea titlurilor emise de acestea. Putem

exemplifica prin finanțările gratuite sau în co-participare pentru societățile agro-industriale, cele din turismul rural sau din domeniul valorificării resurselor energetice neconvenționale.

Capitolul 7. Analiza tehnică este o metodă extrem de folosită în investițiile de valori mobiliare. Dincolo de informațiile cu privire la societățile cotate la bursă, la starea economico-financiară a acestora, de situația acțiunilor emise de aceasta, investitorii trebuie să se informeze și cu privire la momentul în care să cumpere sau să vândă o acțiune, iar acest moment prielnic poate fi intuit cu ajutorul analizei tehnice.

Această metodă este prielnică mai ales speculatorilor, care nu se multumesc doar să cumpere acțiuni și să le dețină pentru dividend. Printr-o variată gamă de grafice și calcule prin intermediul cărora se pot observa mișcări ale trendului în piață și pentru a se încerca o previzionare a evoluției acestora, se poate lua o decizie de investiție.

Analiza tehnică nu analizează datele calitative ale unei companii cum ar fi echipa managerială, sau ramura industrială din care face parte, ci analiștii tehnici urmăresc să prevadă prețurile viitoare a unei acțiuni prin urmărirea prețurilor vechi și a altor variabile de tranzacționare. De asemenea analiza tehnică presupune faptul că psihologia pieței influențează tranzacționarea în așa fel încât analiștii tehnici pot prezice cursul unei acțiuni în viitor. Din acest motiv mulți analiști financiari sunt și market timers, care văd aplicabilitatea analizei tehnice atât pe piață ca și un întreg, cât și ca pe o acțiune individuală. Câteodată ei au dreptate, dar deseori metoda nu dă rezultatele scontate în practică, sau într-o perioadă de timp mai lungă. Analiza tehnică folosește prețul și date legate de preț pentru a decide când să se cumpere sau să se vândă. Analiză tehnică nu încearcă să măsoare valoarea intrinsecă a unei dețineri, dar folosește în schimb grafice și alte instrumente pentru identificarea legăturilor care pot sugera activitatea viitoare.

Vorbim astfel despre o analiză a graficelor, o analiză extrem de utilă celor care au o viziune asupra acestor grafice și reușesc să vadă o continuitate a acestora. După cum am specificat mai sus, metoda analizei tehnice nu este una 100% sigură, fiind mai mult informativă, însă aduce unele informații extrem de importante despre piață în general, sau despre anumite societăți tranzacționate la bursă, în particular.

Tinând cont, totuși, de caracterul informativ al acestei metode, în caz de anumite suspiciuni, este de bun augur ca investitorul să se documenteze și cu privire la alte elemente specifice societății asupra căreia și-a îndreptat atenția, elemente economice și financiare care țin de analiza fundamentală. Acest gen de analiză (cea fundamentală) este mult mai exactă, mai sigură, însă oferă informații mai mult despre o perioadă trecută, cel mai apropiat moment fiind de regulă cu un trimestru înainte. Prin

urmare, de foarte multe ori investitorii preferă să se documenteze din ambele surse, atât de pe urma analizei tehnice, cât și de pe urma analizei fundamentale, utilizand atât informațiile economice și financiare interne ale societății, culese din situațiile trimestriale și anuale și din rapoartele de audit, cât și evoluția istorică a cursului bursier.

Dacă analiza tehnică constă în studiul unei piețe bursiere prin urmărirea prețurilor și a volumelor de titluri tranzacționate pentru a putea prognoza mișcarea sau trendul prețurilor, analiza fundamentală are ca scop determinarea unui curs teoretic al unui titlu (o valoare intrinsecă) pentru a putea face distincție între titlurile supra-, sub- sau corect evaluate. În esență, analiza fundamentală presupune studiul „sănătății” financiare a unei companii, condițiilor macroeconomice, politice și juridice ale mediului în care operează, factorilor de dezvoltare globală a sectorului în care este ancorată, precum și estimări cu privire la performanțele societății în viitor.

Care dintre cele două forme de analiză este cea mai relevantă și este capabilă să aducă cele mai bune rezultate? Analistii tehnici și apropiații acestora ar spune că analiza tehnică, în timp ce partinitorii ideilor fundamentaliste, ce țin de echilibrul și performanțele financiare ale societăților, vor susține că analiza fundamentală este varianta mai bună.

Concret, diferența dintre cele două tipuri de analize constă în:

- Grafice vs. situații financiare – prin analiza bilanței, a fluxurilor de trezorerie, a contului de profit și pierdere, un analist fundamental încearcă să determine valoarea intrinsecă a societății; astfel, deciziile de investiție sunt relative ușor de făcut – dacă o acțiune este tranzacționată sub valoarea sa intrinsecă, atunci sîscutăm despre o investiție bună. Pe de altă parte, traderii tehnici consideră că nu există motive să utilizezi analiza fundamentală pe o societate, deoarece toate informațiile sunt incluse deja în preț, iar graficele ilustrează fidel aceste informații.

- Orizontul de timp – analistii fundamentali iau în calcul o perioadă relativ mare de timp de câțiva ani, în timp ce utilizatorii analizei tehnice pot face referire la o evoluție de câteva luni, săptămâni, zile sau chiar câteva minute.

- Tranzacționare vs. investiție – scopul de cumpărare/vînzare a acțiunilor este diferit în cazul celor două viziuni; astfel, în cazul analizei fundamentale, aceasta este urmată de obicei de decizia unei investiții, iar în cazul unei analize tehnice, de o decizie de tranzacționare. Investitorii cumpără acțiuni a căror valoare este considerată că o să crească, în timp ce traderii cumpără acțiuni pe care consider că o să le poată vinde altcuiva la un preț mai mare.

Probabil că există și alți actori ai pieței care nu susțin niciuna dintre cele două variante și ori nu se ghidează după niciun tip de analiză (strategie investițională falimentară pe termen lung), fie aleg o combinație între cele două.

Prin urmare, după ce am realizat o selecție a societăților care activează într-un anumit domeniu aflat într-o etapă de expansiune și care prezintă performanțe financiare deosebite, putem folosi analiza tehnică din următoarele motive:

- Market timing – identificarea momentului oportun pentru deschiderea unei poziții de cumpărare; de exemplu o corecție pe un trend ascendent;
- Controlul riscului – permite stabilirea unor nivele de preț la care să fie activate ordinele „stop loss” în cazul unei întoarceri bruște a trendului;
- Indicarea sfârșitului trendului – urmărirea schimbărilor de trend, de exemplu penetrarea cursurilor mediei mobile cu perioada de 200 de zile.

În altă ordine de idei, a spune că cele două forme de analiză sunt complementare nu ar fi cea mai potrivită abordare, mai corect ar fi să considerăm analiza tehnică un mod eficient de realizare a analizei fundamentale, a unui titlu.

Rezultatele cercetării

Putem spune că activitatea pe piața de capital românească este bună, dar pentru ca aceasta să se ridice la standardele europene este necesar a se întreprinde o serie de măsuri care vizează îmbunătățirea cadrului legislativ existent prin armonizarea acestuia cu Directivele Uniunii Europene în domeniul pieței de capital, creșterea interesului marilor companii față de piața de capital printr-o informare cât mai completă și exactă asupra activității desfășurate și folosirea tuturor facilităților pieței de capital, creșterea interesului față de piața de capital prin atragerea unor societăți importante care acționează în economia românească, elaborarea de legi și regulamente care să asigure creșterea activității pe piață și evitarea retragerilor de pe piață. asigurarea implementării principiilor de conducere corporativă la cel majoritatea din emitenții listați la bursă.

De asemenea **propunem a fi implementate o serie de masuri privind:**

- dezvoltarea unui sistem electronic eficient pentru raportarea și diseminarea informațiilor cu privire la societățile emitente;
- creșterea siguranței, integrității și credibilității pieței;
- reducerea costurilor de tranzacționare;
- listarea pe piața bursieră și a altor valori mobiliare de genul: obligațiuni ipotecare, warante, certificate de depozit;
- extinderea și diversificarea operațiunilor de piață cu instrumente financiare derivate și

implementarea noilor tehnici de tranzacționare (vânzare în lipsă și tranzacțiile în marjă).

Piața de capital din România trebuie să învețe și să preia de la piețele de capital dezvoltate modul de abordare a problemelor ridicate de creșterea numărului de utilizatori ai sistemelor de tranzacționare, adăugarea unor nivele suplimentare de risc de anumite valori mobiliare mai puțin răspândite momentan în România așa cum sunt tranzacțiile în marjă, tranzacțiile forward, futures sau opțiuni.

2014 reprezenta anul țintă pentru ca România să devină membru al zonei euro. Instituțiile pieței de capital din Romania trebuiau să fie pregătite la aceea dată pentru a face față competiției la nivel regional cât și a fi parte a unei piețe de capital europene consolidate. Ritmul de creștere a indicatorilor pieței bursiere din Romania trebuie să îl devanseze pe cel al indicatorilor bursei din UE: capitalizarea bursieră să depășească 40% din PIB și valoarea medie zilnică a tranzacțiilor să crească la 50 - 100 mil. Euro.

Factori favorizanți în această privință ar putea constitui:

- integrarea României în Uniunea Europeană: creșterea predictibilității mediului economic, social și politic din Romania, un plus de atractivitate pentru fluxurile financiare.

- ritmul înalt de creștere economică: un ritm de creștere mediu anual al PIB de +5% ar fi unul dintre cele mai mari din regiune, companiile vor dezvolta programe de investiții care vor putea fi finanțate inclusiv prin mecanismele pieței de capital.

- creșterea veniturilor: convergența reală cu actualele țări membre ale UE.

- diversificarea plasamentelor financiare realizate de către populație: formarea unei culturi investiționale.

- inflație descrescătoare: prognozele conduc spre un nivel al ratei inflației de 2 - 3% în următorii ani;

- continuarea tendinței descendente a ratelor dobânzilor: finalizarea liberalizării contului de capital va conduce treptat la reducerea diferențialului de dobândă, un nou nivel de echilibru al balanței randament/risc;

- reforma sistemului de pensii: apariția fondurilor de pensii administrate privat va contribui în timp și ea la consolidarea componenței investitorilor instituționali.

- revitalizarea pieței fondurilor mutuale: revenirea încrederii investitorilor în acest tip de plasament.

- creșterea accesibilității pieții bursiere: infrastructura îmbunătățită și costuri de operare reduse.

Considerăm că procesul de consolidare a pieței de capital ar trebui să continue în ultimele direcții:

- reducerea costurilor de operare pe piață;
- creșterea importanței pieței bursiere românești în cadrul bursei din regiune;

- o mai bună reprezentativitate a indicilor bursieri și a relevanței pieței bursiere ca barometru al economiei naționale;
- creșterea capitalizării bursiere, din punct de vedere valoric dar și ca pondere în PIB;
- crearea și dezvoltarea unei piețe a acțiunilor blue-chips-urilor;
- aplicarea Directivelor Uniunii Europene și realizarea unei piețe lichide, sigure, accesibile, eficiente și transparente;
- protejarea drepturilor minoritarilor prin crearea unui sistem alternativ de tranzacționare pentru valorile mobiliare emise de societățile care nu îndeplinesc cerințele pentru a putea fi listate pe o piață reglementată, conform Directivelor Uniunii Europene;
- creșterea importanței bursei în economia națională;
- supravegherea mai eficientă a operațiunilor bursiere;
- creșterea siguranței tranzacțiilor prin îmbunătățirea managementului riscului;
- promovarea unor standarde uniforme pe piață.

După cum s-a arătat, abordarea europeană presupune bănci „universale” care integrează toate categoriile de servicii financiare (servicii bancare, de asigurări și de investiții). În prezent, tendința se extinde, preluată și în SUA unde, în trecut, activitatea de analiză, stabilire a prețului valorilor mobiliare, sursele și, nu în ultimul rând, finanțarea însăși era oferită numai de băncile de investiții (investment banks - în limba engleză).

Activitatea de investment banking, uneori considerată o adevărată artă, se află la îngemănarea între activitatea bancară, cea de consultanță și analiză, și cea de tranzacționare pe piață. Astăzi, ea devine tot mai mult o parte importantă a activității băncilor „universale”.

În lumea tranzacțiilor financiare au apărut instituții complexe, puternic capitalizate ele însele, care administrează imense fonduri și care acționează transnațional. Procesul este unul dinamic, evoluând în direcția apropierii securului bancar de cel al valorilor mobiliare, prin crearea unui „supermarket” global, care oferă toate tipurile de produse financiare. Acesta pare a fi un compromis necesar, determinat de creșterea volumului și complexității fluxurilor financiare.

Atunci când se confruntă cu necesitatea unei noi finanțări, pe lângă creditul bancar, companiile au la dispoziție alte patru surse: reinvestirea profitului, emisiunea de obligațiuni, emisiunea de acțiuni preferențiale, emisiunea de noi acțiuni.

Dacă analizăm companiile tinere, de multe ori acestea preferă împrumuturi bancare sau reinvestirea profitului. Companiile cu experiență pe piața de capital (seasoned/”condimentate” – în limba engleză) pot avea strategii diferite, în funcție de momentul în care se află în procesul dezvoltării lor, industria în care activează, situația pieței, precum și de alte considerente. Depășirea eventualelor

momente nefavorabile, se realizează cu ajutorul băncilor de investiții, fie prin elaborarea unor produse financiare noi, sau/și prin ieșirea pe piețele financiare internaționale.

În ultimii cincizeci de ani, companiile s-au finanțat cu ajutorul industriei financiare, oscilând între emisiunile de obligațiuni și emisiunile de acțiuni, ultimele în special când piețele se aflau în faze “Bull” (“taur”/în creștere - în limba engleză), când există capitaluri și dorința investitorilor de a investi. Când piețele sunt puternice, companiile tind să profite pentru obținerea de finanțare prin emisiune de acțiuni. În cursul perioadelor de slăbiciune a piețelor de acțiuni (bear / “urs”- în limba engleză), cum au fost anii ‘70, ‘80, societățile comerciale s-au bazat pe fondurile generate intern sau pe emisiuni de obligațiuni.

Acțiunile și obligațiunile evoluează diferit în funcție de criterii cuantificabile, dar și în funcție de unele criterii conjuncturale.

Deci, formarea cursurilor și evoluția bursei sunt o expresie a modului în care o complexitate de factori de natură economică, financiară, politică etc. influențează cererea și oferta de titluri financiare. Bursa reprezintă un barometru al economiei tocmai pentru că ea reacționează cu sensibilitate la toate evenimentele, schimbările, evaluările care au loc în lumea afacerilor, în viața social-politică.

Scopul oricărui gestionar de fonduri este acela de a încerca să elimine, pe cât posibil, riscul nediversificabil sau riscul datorat pieței. Riscul unui anumit sector sau al unui anumit titlu poate fi eliminat prin diversificare, incluzând în portofoliu titluri din toate sectoarele, în timp ce riscul de piață nu poate fi diversificat și redus.

O altă problemă care se pune este găsirea unei metode de calcul adecvate a indicilor bursieri. Din acest punct de vedere există mai multe metode consacrate de determinare a indicilor bursieri, și anume: indici bursieri calculați doar pe baza prețurilor, indici bursieri calculați pornind de la o variabilă de tip valoare și calcularea indicilor de curs. Indicii bursieri sunt, în primul rând, indici statistici (exprimă variația unei mărimi), trebuind să satisfacă anumite proprietăți, cum ar fi: monotonia, dimensionalitatea prețurilor, comensurabilitatea, proporționalitatea, identitatea. În practică este greu de găsit un indice bursier „ideal” care să satisfacă toate aceste proprietăți, precum și altele. Dar este importantă găsirea și utilizarea unui indice care satisfacă cât mai multe dintre ele.

Indicii bursieri permit și construirea unor produse derivate cum sunt: contractele la termen pe indice bursier și contractele de opțiuni pe indice bursier. Aceste contracte pe indice bursier au apărut ca o consecință a lipsei unor instrumente adecvate în gestiunea riscului de piață, ele permițând operatorilor, printr-o singură tranzacție, să cumpere sau să vândă un ansamblu de titluri conținute în coșul indicelui bursier, fără a fi nevoit, de exemplu, să vândă titlurile din portofoliul său și să plaseze banii rezultați în alte instrumente de economisire (în cazul căderii generale a pieței bursiere).

O concluzie unitară este aceea că oricare ar fi indicele bursier, el nu poate reprezenta fidel piața bursieră respectivă, motivele fiind multiple și ținând de dinamica economiilor naționale, de interdependențele de pe piața mondială, de neluarea în calcul a unor factori greu cuantificabili (politici, sociali, psihologici etc.).

Putem concluda faptul că analiza fundamentală este cea care asigură filtrarea emitenților și găsirea acelor companii solide, cu potențial de profit pe termen mediu și lung sau, din contră, care nu au indicatori buni. Pe de altă parte, analiza fundamentală nu este suficientă pentru motivarea alegerii unei acțiuni. Ținând cont de faptul că prețul de piață se stabilește ca urmare a întâlnirii dintre cerere și ofertă, interesul jucătorilor poate fi diferit și atunci trebuie combinată analiza fundamentală cu analiza tehnică care determină momentul de intrare și de ieșire.

Așadar **analiza fundamentală** vizează în principal explicarea mișcării cursurilor pe termen mediu și lung. Ea se realizează atât la nivelul acțiunilor individuale, respectiv al firmelor emitente, cât și la nivelul pieței acțiunilor (bursa), respectiv al vieții economice în general. În primul caz se urmărește estimarea- în fiecare secvență de timp- a unui curs teoretic al acțiunilor (valoarea intrinsecă), plecând de la date de bază privind compania emitentă (evoluție, management, strategie de afaceri, situație financiară etc.), precum și de la climatul economic în care aceasta își desfășoară activitatea. În al doilea caz, obiectivul este evaluarea factorilor care determină și exprimă starea și evoluția de ansamblu a vieții economice și aprecierile cercurilor de afaceri în legătură cu perspectivele de dezvoltare.

Indicatorii de analiză fundamentală pot fi distorsionați și datorită unor factori externi, independenți de companie, cum ar fi: inflația, politicile fiscale impredictibile, etc., și de asemenea trebuie privit și în contextul macroeconomic.

Concludem că primul pas pentru a face o alegere bună în ceea ce privește acțiunile pe care le vom include în portofoliu este aplicarea analizei fundamentale, adică selectarea acțiunilor pe baza informațiilor privind situațiile financiare, domeniul în care activează, situarea prețului în raport cu diferitele repere care țin de activitatea emitentului și de piață. Trebuie menționat însă că o asemenea abordare este utilă pentru o investiție pe termen mediu și lung, adică un an. Luarea în considerare a criteriilor de analiză fundamentală depinde așadar de obiectivele fixate de investitor privind rentabilitatea și de riscul pe care dorește să și-l asume, incluzând frecvența cu care intenționează să tranzacționeze.

Indicii bursieri au fost creați pentru a da o imagine de ansamblu a modificărilor ce au loc pe piață. Există situații în care chiar ajustarea acestora generează anumite efecte asupra titlurilor, cauzând modificări în evoluția prețurilor, variații ale lichidității și volatilității. Aceste fenomene apar în special datorită gradului redus de eficiență informațională, însă sunt foarte mult influențate și de existența investitorilor pasivi. Cunoașterea în prealabil a modificărilor care vor avea loc în urma ajustării

compoziției unui indice prezintă un deosebit interes pentru actorii de pe piață, întrucât poate influența strategiile lor investiționale, având ca efect sporirea rezultatelor în ansamblu.

Scopul studiului de caz realizat este să determine dacă includerea sau excluderea unui emitent din coșul principalului indice al Bursei de Valori București implică anumite consecințe asupra valorii sale de piață. A fost analizată în primul rând influența asupra prețului titlurilor, iar apoi asupra volumului tranzacționat și volatilității. Perioada considerată reprezintă o etapă incipientă în existența pieței de capital în România, caracterizată prin ineficiență informațională, capitalizare bursieră redusă, volatilitate ridicată și deficit de lichiditate. Cu toate că volumul redus al eșantionului nu permite formularea unor concluzii definitive, observațiile conduc la existența unor efecte produse de modificarea componenței coșului indicelui BET similare cu cele obținute pe alte piețe emergente sau de frontieră.

În cazul titlurilor incluse în indice, se înregistrează valori reduse ale rentabilităților anormale, însă valorile sunt pozitive și persistente în timp. În cazul excluderilor, rentabilitățile au valori negative în zilele din jurul evenimentului, însă are loc o revenire în perioada următoare. În ambele cazuri se înregistrează o creștere a lichidității în perioada premergătoare evenimentului și diminuarea acesteia în perioada următoare, pentru titlurile eliminate din coșul indicial. Rezultatele pot fi explicate cu ajutorul ipotezei lichidității, dar și a atenției sporite a actorilor pieței asupra titlurilor care intră în componența indicelui. De asemenea, nici ipoteza conținutului informațional nu ar trebui neglijată, având în vedere ineficiența pieței de capital românești.

În concluzie, includerea în indicele BET reprezintă un eveniment deosebit de important pentru emitent. Consecințele imediate sunt creșterea notorietății sale, atenția sporită a actorilor pieței, vizibilitate ridicată, iar acestea conduc la majorarea valorii sale de piață. Evenimentul prezintă interes și pentru investitori, întrucât, datorită evoluției prețurilor, pot fi dezvoltate strategii de investiții bazate pe acesta.

În perioada următoare, efectele modificării componenței coșului indicelui BET se vor intensifica în decursul perioadei următoare, pe măsura integrării pieței de capital românești în cadrul celei europene și mondiale, a creșterii numărului de investitori și de produse financiare disponibile.

Bibliografie

Abil L., *Dicționar bursier*, Editura Economică, București, 1995.

Aftalion F., *La nouvelle Finance et la Gestion de Portefeuilles*, Economica, 2004.

Ancuța T. & colectiv, *Totul despre futures și opțiuni*, BMFMS, Sibiu, 1999.

- Ancuța T. & colectiv, *Investiții pe piețele la termen. Analize și strategii pentru investitori*, BMFMS, Sibiu, 2001.
- Angelov, N., *Testing the Weak-form Efficiency of the Bulgarian Stock Market, Discussion Papers – Bulgarian National Bank*, DP/71/2009
- Anghelache G. (coord.), *Reglementări actuale pe piața de capital*, Editura Economică, București, 2005.
- Anghelache G., *Piața de capital: caracteristici, evoluție, tranzacții.*, Editura Economică, București, 2004.
- Anghelache G. (coord.), *Piețe de capital și burse de valori. Teste grilă și aplicații*, Editura Economică, București, 2003.
- Anghelache G., *Bursa și piața extrabursieră*, Editura Economică, București, 2001.
- Anghelache G., Dardac N., Stancu I., *Piețe de capital și burse de valori*, Editura Avevărul, București, 1992.
- Angheni S, Volonciu M, Stoica C., *Drept comercial*, Ed.Oscar Print, București, 2002.
- Badea D., *Piața de capital și restructurarea economică*, Editura Economică, București, 2000.
- Balaban, E., *Informational efficiency of the Istanbul Securities Exchange and some rationale for public regulation, Discussion Paper*, The Central Bank of Republic of Turkey, Research Departament, no: 9502, 1995
- Barna F., *Piața de capital (Analize și strategii investiționale)*, Editura Universității de Vest, Timișoara, 2004.
- Baye M., Jansen D., *Money, Banking and Financial Markets*, Houghton Mifflin, 1995.
- Băjenescu T., *ABC bursier*, Editura Polirom, Iași, 2002.
- Beju D., *Mecanisme monetare și instituții bancare*, Ed. Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2004
- Bernard & Colli, *Vocabular economic și financiar*, Editura Humanitas, 1994.
- Bernstein J., *Piața contractelor futures*, Institutul Român de Valori Mobiliare, București, 2000.
- Besley S., Brigham E.F., *Principles of finance*, The Dryden Press, 1999.
- Buiges, P. and Sapir, A, “Market Services & European Integration”, 1993.
- Ciobanu G., *Bursele de valori și tranzacțiile la bursă*, Editura Economică, București, 1997.
- Ciobanu G. și colab., *Tranzacții economice internaționale*, Editura Imprimeria Ardealul, Cluj-Napoca, 2004.
- Corduneanu C., Barna F., *Piețe de capital și operații bursiere*, Editura Mirton, Timișoara, 2001.
- Dalton J.M., *Piața acțiunilor*, Institutul Român de Valori mobiliare, 2000.
- Dardac N., Basno C., *Bursa. Dimensiuni și rezonanțe social-economice*, Editura Economică, București,

1997.

- Dardac N., *Tranzacții bursiere cu produse derivate și sintetice*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1999.
- Dima, B., *Testarea eficienței informaționale a pieței de finanțare din România, Economie teoretică și aplicată*, no.1, 2006
- Donovici C., *Condiționalitatea privind aderarea României la UE, capitolul Piața de capital*, Centrul Român de Politică economică
- Dragotă, V., *The development of Romanian Capital Market: Evidences of Information Efficiency*, Romanian Journal of Economic Forecasting, 2009
- Drăgoescu E., Drăgoescu A., *Piețe financiare primare și secundare și operațiuni la bursă*, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1995.
- Drăgoescu E., *Relații valutare financiare și de credit internaționale*, Editura „Dimitrie Cantemir”, Tg. Mureș, 2000.
- Drăgoescu E., Moldovan M., *Burse de mărfuri*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2001.
- Drăgoescu E., *Bursele de mărfuri – organizare și funcționare*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2003.
- Drăgoescu E., *Bursele de mărfuri – piețe de negociere a titlurilor derivate*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2004.
- Dufloux C., *Piețe financiare*, (traducere coordonată de: Maria Miculescu și Alain Burlaud) Editura Economică, București, 2002.
- Grira, A., *Efficiences informationnelles, dynamique des rendements Boursiers et apport des processus de mémoire longue : fondements théoriques et validations internationales*, BMC ,2002
- Funar S, Vlad I., *Relația cu bursa, sursă de profit*, Ed. AcademicPres, Cluj-Napoca, 2002
- Gallois D., *Bursa. Origine și evoluție*, Editura Teora, București, 1997.
- Ghilic-Micu B., *Bursa de Valori*, Editura Economică, București, 1997.
- Gradu M., *Tranzacții bursiere*, Editura Economică, București, 1995.
- Halpern P., Weston J., Brigham E., *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998.
- Harrison, B., Paton, D., *Do “Fat Tails” matter in GARCH Estimation? Stock Market Efficiency in Romania and The Czech Republic*, Discussion Papers in Applied Economics and Policy, The Nottingham Trent University, no. 3, 2004
- Hull J., *Options, Futures and Other Derivative Securities*, Ed. Prentice Hall, New Jersey. 1993
- Ilie L., *Piața de capital*, Editura Continent, Sibiu, 2007.
- Ilie L., *Bursa în economia contemporană*, Editura Continent, Sibiu, 2004.

- Jaquillat B., Solnik B., *Les Marches financières. Gestion de portefeuilles et de risques*, Paris, Dunod, 1997.
- Lazăr, D., Ureche, S., *Testing Efficiency of Stock Market in Emerging Economies*, The Annals of University of Oradea – Economic Science, The Journal of the Faculty of Economics - Economic Science Series, 2007
- Lederman, J., Klein R.A., *Derivatives and Sintetics*, Ed. Probus, Chicago, 1994
- Levich R.M., *International Financial Markets – prices and policies*, Mc-Graw Hill Irwin, 2001.
- Malkiel, B., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, Princeton University, CEPS Working Paper, no. 91, 2003
- Mayo H.B., *Investments – An Introduction*, The Dryden Press, 2000.
- Miff A, Păun C., *Drept comercial*, Ed. Imprimeria Ardealul, Cluj-Napoca, 2005
- Mihăescu L., *Metode cantitative în management*, Editura Universității „Lucian Blaga” din Sibiu, 2009.
- Moșteanu T., *Prețuri și concurență*, Editura Didactică și Pedagogică, Bucuresti, 2000.
- Mureșan A, Mihoc M, Râp I., *Matematici pentru economiști* Cluj-Napoca, 2000.
- Murgu N., Lazăr C., Isărescu M., *În zgomotul bursei*, Editura Albatros, București, 1982.
- Olteanu A., Olteanu M., *Piețe de capital*, Editura Dareco, București, 2003.
- Negomireanu E., *Piața de capital și bursa de valori-noțiuni teoretice și aplicații*, Editura Risoprint, Cluj Napoca, 2005.
- Pepi M., *Piața de capital și bursele de valori*, editura EX Ponto, Constanța, 2005.
- Pop C., *Piețe financiare*, Editura Todesco, Cluj-Napoca, 2000.
- Pop C., *Tranzacții și piețe financiare internaționale*, Presa Universitara Clujeană, Cluj-Napoca, 2003.
- Popescu V., *Bursa și tranzacțiile cu titluri financiare*, Editura Call Clubul Român, București, 1993.
- Popescu V., Dumitrescu M., *Dicționar de termeni și expresii utilizate în tranzacțiile de bursă*, Vorrep Exim, București, 1994.
- Popescu V., *Curs de pregătire - agenți de valori mobiliare*, ANSVM, București, 1997
- Popa I., *Bursa*, vol. I, Editura Adevărul S.A., București, 1993.
- Rose P.T., *Money and Capital Markets*, Mc-Graw Hill Irwin, 2000.
- Sincere M., *Understanding stocks*, Mc-Graw Hill Irwin, 2004.
- Stanciu D. Cărpenaru, *Drept comercial român*, Ed. All, București, 1996
- Stancu I. (coord), *Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului*, Ediția a III-a, Editura Economică, București, 2002.
- Stasiulis, D., *Semi-strong Form Efficiency in the CEE Stock Markets*, SSE Riga Student Research Papers, no. 2 (111), 2009

Stoica O., *Mecanisme și instituții ale pieței de capital. Piețe emergente*, Editura Economică, București, 2002.

Stoica O., *Piețe de capital: burse, piața monetară, piața valutară, produsele derivate*, Iași, Institutul european, 2001.

Todea A., *Managementul investițiilor pe piața de capital*, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2003.

Trenca I., Dezsı E., *Interconexiuni ale piețelor bursiere*, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2013.

Vâșcu T., *Piețe de capital și gestiunea portofoliilor*, Editura A.S.E., București, 1999.

Viviani L., *Gestion de portefeuille*, Dunod, 1997.

Vosganian V., *Reforma piețelor financiare în România*, Editura Polirom, Iași, 1999.

Weidinger Ș.C., *Euro și piețele financiare internaționale*, Editura Mirton, Timișoara, 2005.

***, European financial integration and the financing of local businesses in the new EU member states, October 2004.

***, Legea nr. 297/2004, actualizată, privind piața de capital.

***, Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată și modificată prin Legea nr. 441/2006

***, Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori.

***, Legea nr. 55/1995 privind accelerarea procesului de privatizare.

***, Legea nr. 58/1991 privind privatizarea societăților comerciale.

***, OUG nr. 18/1993 privind tranzacțiile nebursiere cu valori mobiliare și organizarea unor instituții de intermediere.

***, OUG nr. 24/1993 privind constituirea și funcționarea fondurilor deschise de investiții și a societăților de investiții.

***, OUG nr. 25/2002 privind aprobarea Statutului CNVM.

***, OUG nr. 26/2002 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare.

***, OUG nr. 27/2002 privind piețele reglementate de mărfuri și instrumentele financiare derivate.

***, OUG nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate.

***, Regulament nr. 1 privind organizarea și funcționarea BVB.

***, Regulament de organizare și funcționare a SC BVB SA.

***, Cod BVB – Operator de piață.

***, Regulament nr. 2 privind membrii Asociației Bursei.

***, Regulament nr. 3 privind înscrierea valorilor mobiliare la Cota Bursei.

- ***, Regulament nr. 4 privind tranzacțiile bursiere.
- ***, Regulament nr. 5 privind compensarea și decontarea tranzacțiilor.
- ***, Regulament nr. 7 privind constituirea și funcționarea Fondului de garantare
- ***, Regulament nr. 12 privind activitatea agentului custode în cadrul BVB
- ***, Regulament nr. 17 privind derularea operațiunilor cu instrumente financiare tranzacționate prin mecanisme de negociere extrabursiere
- ***, Regulamentul CNVM nr. 1/2006 privind emitenții și operațiunile cu valori mobiliare.
- ***, website: geocities.com.
- ***, website: onlinebroker.ro.
- ***, website: www.bmfms.ro.
- ***, website: www.bvb.ro.
- ***, website: www.kmarket.ro.
- ***, website: www.marketscreen.com.
- ***, website: www.primet.ro.
- ***, website: www.rainvest.ro.
- ***, website: www.rasd.ro.
- ***, website: www.vanguard.ro.
- ***, website: www.asf.ro
- ***, website: www.bnro.ro