

**UNIVERSITATEA “BABEȘ-BOLYAI” CLUJ-NAPOCA
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA
AFACERILOR
ȘCOALA DOCTORALĂ**

DEPARTAMENTUL MARKETING

**COMPORTAMENTUL INVESTITORILOR DE
RETAIL PE BVB ȘI MIXUL DE MARKETING ÎN
SSIF**

Profesor îndrumător,
Prof.univ.dr. Gheorghe A. CATANĂ

Doctorand,
Ancuța Ioana PETRIC (Iancu)

**Cluj-Napoca
2015**

CUPRINS REZUMAT

CUPRINS TEZĂ	3
CUVINTE CHEIE	5
INTRODUCERE	6
PARTEA ÎNTÂI. COMPORTAMENTUL DE MARKETING AL INVESTITORILOR DE RETAIL PE BVB	
Capitolul 1. Investitorul de retail pe piața bursieră românească	9
Capitolul 2. Studiu privind comportamentul investitorilor de retail pe BVB	9
Capitolul 3. Studiu privind tendințele în tranzacționarea pe BVB	16
PARTEA A DOUA. MARKETINGUL ÎN SOCIETĂȚILE DE SERVICII DE INVESTIȚII FINANCIARE (SSIF)	
Capitolul 4. Societățile de servicii de investiții financiare pe piața bursieră din România	20
Capitolul 5. Mixul de marketing în SSIF. Promovare și plasament	21
CONCLUZII GENERALE. LIMITE ȘI CERCETĂRI VIITOARE	26
BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ	36

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

Lista abrevierilor

Lista figurilor

Lista tabelelor

<i>Introducere</i>	1
PARTEA ÎNTÂI. COMPORTAMENTUL DE MARKETING AL INVESTITORILOR DE RETAIL PE BVB	6
Capitolul 1. Investitorul de retail pe piața bursieră românească	6
1.1. Tipuri de investitori pe piața bursieră	10
1.2. Etapele tranzacționării pe bursă, pentru investitorul român	12
Capitolul 2. Studiu privind comportamentul investitorilor de retail pe BVB	17
2.1. Teorii și modele ale comportamentului investitorilor de retail pe bursă Stadiul actual al cunoașterii	19
2.2. Factori care influențează comportamentul investitorilor de retail pe BVB	26
2.3. Metodologia cercetării empirice privind “comportamentul investitorilor de retail pe BVB”	28
2.3.1 Ipotezele cercetării	31
2.4. Rezultate și discuții	33
2.4.1. Atribute demografice și socio-economice ale investitorilor de retail pe BVB	33
2.4.2. Atribute psihologice ale investitorului de retail pe BVB	49
2.4.2.1. Toleranța la risc: percepția riscului și înclinația față de risc	49
2.4.2.2. Încrederea în forțele proprii: auto-atribuirea succesului în investiții, iluzia controlului, iluzia cunoașterii și auto-raportarea la cunoașterea termenilor utilizați în practica bursieră	57
2.4.2.3. Contabilitatea mentală a investitorului de retail pe BVB	72
2.4.3. Motivații ale deciziei investiționale pe BVB	83
2.4.4. Surse de informare în decizia investițională pe BVB	84
2.4.5. Decizia de investiție pe BVB	87
2.4.6. Profitabilitatea portofoliului pe BVB	91
Capitolul 3. Studiu privind tendințele în tranzacționarea pe BVB	92

3.1. Tranzacționarea online versus tranzacționarea tradițională	93
3.1.1. Capacitățile tehnologice (IT) ale SSIF	95
3.1.2. Costurile tranzacționării online versus costurile tranzacționării tradiționale	97
3.1.3. Crearea de valoare suplimentară prin informațiile oferite de către SSIF pe platformele de tranzacționare online	98
3.1.4. Avantaje și dezavantaje ale tranzacționării online, comparativ cu tranzacționarea tradițională	100
3.2. Metodologia studiului empiric privind tendințele în tranzacționarea pe BVB	102
3.3. Rezultate și discuții	104
3.3.1. Caracteristicile investitorului online: gen, vârstă, studii, experiență pe bursă și cunoștințe legate de internet	104
3.3.2. Motivația deciziei de a tranzacționa online	108
3.3.3. Factori care influențează decizia de tranzacționare online: moda, încrederea în forțele proprii și relația cu ASIF, timpul și costul	109
3.3.4. Factori care influențează alegerea unei platforme/SSIF prin care se tranzacționează online	113
3.3.5. Surse de informare în tranzacționarea online	114
3.3.6. Profitabilitatea (randamentul) în tranzacționarea online	115
Concluzii referitoare la comportamentul de marketing al investitorilor de retail pe BVB	118
PARTEA A DOUA. MARKETINGUL ÎN SOCIETĂȚILE DE SERVICII DE INVESTIȚII FINANCIARE (SSIF)	126
Capitolul 4. Societățile de servicii de investiții financiare pe piața bursieră din România	126
Capitolul 5. Mixul de marketing în SSIF. Promovare și plasament	133
5.1. Produsul (Serviciul)	135
5.2. Prețul produsului (Serviciul)	137
5.3. Personalul	139
5.4. Procesul	141
5.5. Proba sau dovada fizică	141
5.6. Plasamentul (Canalele de distribuție)	142
5.6.1. Dezvoltarea platformelor de tranzacționare online. Analiza situației	144

5.7. Promovarea	151
5.7.1. Promovarea tradițională	152
5.7.2. Promovarea online	158
5.7.2.1. E-mail Marketing	159
5.7.2.2. Reclama online	162
5.7.2.3. Motoare de căutare	164
5.7.2.4. Rețele de socializare	167
5.7.2.5. M-Marketing	171
5.7.2.6. Paginile web ale SSIF în România	173
Concluzii referitoare la comportamentul de marketing al societăților de servicii de investiții financiare	186
CONCLUZII GENERALE. LIMITE ȘI CERCETĂRI VIITOARE	188
BIBLIOGRAFIE	196
ANEXE	
Anexa 1. Chestionar: Comportamentul investitorului de retail în servicii de investiții financiare (2010 și 2015)	216
Anexa 2. Chestionar: Decizia investitorului de a tranzacționa online	224
Anexa 3. Criterii de analiză a platformelor de tranzacționare online	227
Anexa 4. Un manual de utilizare a platformei online Spartacus	228

CUVINTE CHEIE

BVB, comportamentul investitorului, tranzacționare online, SSIF, platforme de tranzacționare online, pagini web, mix de marketing, promovare, plasament.

INTRODUCERE

Funcționarea economiei de piață este de neconceput, în absența piețelor. Pe acestea se manifestă cererea și oferta, se formează prețul „de piață” al bunurilor și serviciilor și se realizează (direct sau prin intermediari) satisfacerea nevoilor purtătorilor cererii (satisfacția obținută prin consumul sau utilizarea bunului/serviciului plătit) și ofertei (acoperirea costurilor și un anumit profit).

În practica din România s-a încetățenit concepția anglo-saxonă asupra pieței de capital și a celei bursiere. În această teză, accepțiunea *bursei de valori (stock exchange)* este cea folosită de organismele Uniunii Europene și anume: „o piață pe care se cumpără și se vând hârtii de valoare (*securities*). Funcția ei de bază este aceea de a recicla capitalul, transformând economiile în investiții. Ea permite companiilor, guvernelor și autorităților legale să se finanțeze prin vânzarea către investitori, a hârtiilor de valoare” (http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/glossary/index_en.htm). Pe această piață, (denumită și piață secundară de capital) cumpărarea și vânzarea se realizează prin *proceduri speciale*, sub *stricta supraveghere* a unor autorități naționale și internaționale și, exclusiv, prin mijlocirea unor *intermediari*, evaluați și agreați de autoritățile respective.

În ansamblul intermediarilor de pe piața bursieră, societățile de servicii de investiții financiare (SSIF) reprezintă o componentă dinamică, prin situarea lor între investitori și entitățile emitente de hârtii de valoare (valori mobiliare). Entitățile emitente urmăresc, prin cotarea la bursă, obținerea de resurse financiare, iar investitorii doresc să obțină **câștig** din creșterea prețului hârtiilor de valoare deținute și a profitului convenit la data de referință (dividende, dobândă etc.).

În ultimii 10 ani piața bursieră s-a caracterizat printr-o volatilitate ridicată determinată de **criza economică** și efectele ei. Pe măsura intensificării legăturilor între economiile lumii, efectele crizei s-au răspândit cu tot mai mare viteză, ceea ce a determinat creșterea îngrijorării guvernelor și investitorilor în privința impactului devastator asupra veniturilor. Acesta a fost contextul general în care s-a elaborat teza.

Volatilitatea pieței, determinată de creșterea numărului de tranzacții și de apariția unor noi entități listate pe bursă, conduce la creșterea numărului intermediarilor de tipul SSIF. În schimb, înăsprirea legilor care reglementează piața bursieră, precum și perioadele de stagnare economică au ca efect reducerea numărului intermediarilor. Datele din piața bursieră arată că, cel puțin economia țării noastre se află într-o tendință de revenire după criza economică, ceea ce ar putea conduce la creșterea numărului intermediarilor.

Răspunzând exigențelor pieței bursiere în curs de globalizare și în condițiile instabilității financiare, SSIF sunt provocate să-și reevalueze permanent strategiile de marketing și să le alinieze tendințelor și mega tendințelor. Prin teza de doctorat dorim să aducem o contribuție semnificativă la această provocare a SSIF, prin următoarele **obiective principale**:

1. Caracterizarea investitorului de retail român din perspectiva unor factori demografici, sociali și psihologici (vârstă, gen, venit, rezidență, ocupație, gradul de informare, toleranța la risc, preferințe investiționale, posibilitatea de asimilare a noilor tehnologii informaționale etc.);
2. Identificarea elementelor care determina un randament superior al portofoliului investitorului;
3. Identificarea factorilor care influențează decizia de trecere de la tranzacționarea tradițională (asistată), la tranzacționarea online;
4. Descrierea mixului de marketing în SSIF, cu accent pe distribuție și promovarea prin paginile web.

Pentru îndeplinirea acestor obiective, s-au efectuat *trei studii empirice*, din care s-au publicat părți importante (Petric/Iancu, 2010, 2011, 2015) și s-a întreprins o analiză a *gradului de dezvoltare a platformelor de tranzacționare online* oferite de SSIF.

Teza este structurată pe două părți. Prima parte este dedicată investitorului român de retail pe BVB, iar a doua parte se referă la comportamentul de marketing al SSIF.

Prima parte, “Comportamentul de marketing al investitorului de retail pe BVB”, cuprinde trei capitole. *Primul capitol*, „Investitorul de retail pe piața bursieră românească”, prezintă tipurile de piețe pe care investitorul poate tranzacționa diferitele hârtii de valoare, participanții la piața bursieră și etapele tranzacționării pe bursă.

Al doilea capitol, „Studiu privind comportamentul investitorilor de retail pe BVB”, abordează elemente de comportament ale investitorului de retail, pe BVB. Pe baza prezumției că decizia de tranzacționare este influențată de factori multipli (socio-economici, încrederea în propriile capacități decizionale, ușurința obținerii informațiilor necesare deciziei și toleranța la risc), sunt analizate aspectele teoretice referitoare la factorii care afectează comportamentul investitorului cu referire directă la diversele teorii consemnate în literatura de specialitate.

Studiul empiric ale cărui rezultate sunt prezentate în acest capitol s-a realizat pe bază de chestionar (prezentat în Anexa 1 a tezei), pe un eșantion de 102 subiecți. Pe baza rezultatelor publicate în literatura de specialitate, precum și a experienței personale (dobândite ca ASIF și apoi ca specialist marketing în SSIF Broker), s-au formulat 19 ipoteze referitoare la *factorii* care influențează comportamentul și decizia investitorului de retail: socio-economici,

încrederea în forțele proprii, ușurința obținerii informațiilor și toleranța la risc. O parte importantă a acestui studiu prezintă legătura dintre randamentul portofoliului și anumiți factori specifici investitorului câștigător.

Capitolul trei, “Studiu privind tendințele în tranzacționarea pe BVB” este dedicat factorilor care influențează decizia de trecere la tranzacționarea online. Au fost comparate *teoretic* cele două forme de tranzacționare și abordate *empiric* - caracteristicile investitorului online, motivația deciziei de a tranzacționa online, principalii factori decizionali ai trecerii la tranzacționarea online și ai alegerii platformei/SSIF de tranzacționare online, sursele de informare și profitabilitatea (randamentul) în tranzacționarea online. Studiul empiric aferent acestui subiect s-a realizat pe bază de *chestionar*, pe un *eșantion* de 82 subiecți. Analiza datelor s-a realizat cu ajutorul programului SPSS 20.

Partea întâi a tezei se încheie cu principalele *concluzii* referitoare la comportamentul de marketing al investitorului de retail pe BVB.

Partea a doua a tezei, „Marketingul în societățile de servicii de investiții financiare (SSIF)”, se structurează pe două capitole.

Capitolul 4, „Societățile de servicii de investiții financiare pe piața bursieră din România”, definește, caracterizează și etapizează procesul apariției și evoluției SSIF. Totodată, face referire la elementele de natură macro și mondo economică, ce înăspresc competiția între acestea, precum și la principalele modalități de creare a avantajelor competitive.

Capitolul 5, „Mixul de marketing în SSIF. Promovare și plasament”, se concentrează, în prima parte, pe descrierea *mixului de marketing* al SSIF, pe baza celor 7 *P* specifici furnizorilor de servicii (produs/serviciu, preț, personal, proces, proba fizică, plasament, promovare). Dintre componentele mixului, atenție deosebită s-a acordat analizei platformelor de tranzacționare online, *distribuției/placement* și *promovării* prin paginile web.

Pentru evaluarea paginilor web ale SSIF (2010), s-a folosit modelul *ProfNet* (http://www.profnet.de/dokumente/2009/rptStudie_B_80_Welt.pdf), conform căruia *calitatea* paginilor web se apreciază din perspectiva a patru dimensiuni: *conținut*, *aspect*, *interactivitate* și *manevrabilitate*.

Teza se încheie cu „**Concluzii Generale. Limite și cercetări viitoare**”, secțiune în care sunt sintetizate și *contribuțiile* teoretice și practice ale cercetării.

PARTEA ÎNTÂI. COMPORTAMENTUL DE MARKETING AL INVESTITORILOR DE RETAIL PE BVB

Capitolul 1. Investitorul de retail pe piața bursieră românească

Elementele asupra cărora se concentrează acest capitol sunt: tipurile de piețe pe care investitorul poate tranzacționa diferitele hârtii de valoare, participanții la piața bursieră și etapele tranzacționării pe bursă.

După natura valorilor mobiliare tranzacționate, *pieța bursieră* are mai multe componente: piața *acțiunilor*, piața *obligațiunilor* și piața *instrumentelor financiare*. Tranzacțiile de pe toate aceste componente sunt condiționate de existența a trei categorii de participanți, fiecare cu loc și rol specific: *emitenții*, *investitorii* sau *clienții* și *intermediarii*.

Legea 297/2004 precizează tipurile de *investitori* de pe piața bursieră din România: clienți profesionali sau de retail. Studii din literatură oferă și alte clasificări, astfel: foști investitori, potențiali investitori, foști și actuali investitori și categoria non investitori (Olteanu & Vlad 2007), investitori potențiali, investitori activi și investitori inactivi (Ratanjee, 2006) sau investitorii instituționali și investitorii individuali (Malmendier și Shanthikumar, 2007).

Indiferent de tipul de investitor sau de piața pe care dorește să investească (autohtonă sau internațională, de acțiuni, derivate, obligațiuni, Forex etc.), un client al SSIF trebuie să parcurgă anumiți pași pentru a deține un portofoliu de valori mobiliare: alegerea unui SSIF/ASIF/ADEL, deschiderea unui cont (contract de deschidere de cont și cerere de deschidere de cont), plasarea ordinului de tranzacționare, tranzacția, decontarea tranzacției și vizualizarea portofoliului.

În privința *intermediarilor*, situația din România este comparabilă cu cea din Germania, legislația permițând băncilor să mijlocească operațiuni pe piața bursieră. În schimb, în state în care activitățile specifice pieței bursiere se delimitează de cele bancare (de exemplu, SUA sau Japonia), numai societățile financiare sunt autorizate să efectueze operațiuni de tranzacționare pe piața bursieră.

Capitolul 2. Studiu privind comportamentul investitorilor de retail pe BVB

Scopul acestui capitol este acela de a investiga comportamentul investitorului de retail pe BVB, România. Prezumția de bază a studiului, este aceea că decizia de cumpărare sau de vânzare a acțiunilor este influențată, în principal, de *factori* socioeconomici, încrederea în

propriile capacități de a lua decizii, ușurința de a obține informațiile necesare luării deciziilor și toleranța la risc.

Motivația acestui studiu are la bază curiozitatea științifică asupra elementelor de comportament de marketing, specifice principalilor agenți ai pieței bursiere românești: investitorul de retail și SSIF. Diseminarea rezultatelor unor astfel de studii, ar putea contribui la o mai bună fundamentare a strategiilor de marketing ale BVB, la identificarea oportunităților de creștere a numărului emitenților de titluri, la creșterea volumului tranzacțiilor, creșterea profitabilității SSIF și, implicit, la o mai mare satisfacție a investitorului de retail.

Literatura de specialitate consemnează câteva *teorii și modele* ale comportamentului investitorilor de retail pe bursă. Un loc aparte între teoriile asupra comportamentului investitorului revine „finanțelor standard” (*standard finance*). Acestea abordează comportamentul consumatorului de servicii financiare pe piețe (bursiere) eficiente, normative și extrem de analitice (Johnsson et al., 2002). În cadrul „finanțelor standard” s-au conturat două ramuri distincte: teoria *pieței eficiente*, în care oamenii se comportă perfect rațional, procesând toate informațiile (Shiller, 1997), prețurile produselor financiare încorporează toate informațiile, putând fi privite ca estimări ale valorii reale în orice perioadă de timp (Johnsson et al., 2002) și teoria *comportamentului financiar*, cele mai importante componente ale acestuia fiind: teoria perspectivei (Shiller, 1998), teoria regretului și disonanței cognitive (Shiller, 1998), teoria compartimentării mentale (Shiller, 1998, Shefrin & Thaler 1988) teoria încrederii excesive, a reacției exagerate, reacției moderate și reprezentativității euristice (Shiller, 1998, Nofsinger, 2008), teoria efectului disjunției (Shiller, 1998), teoria comportamentului „jocului de noroc” și a speculațiilor (Shiller, 1998), teoria irelevanței istoriei (Shiller, 1998), teoria gândirii magice și a gândirii cvasi-magice (Shiller, 1998), teoria anomaliilor atenției și disponibilității euristice (Shiller, 1998), teoria culturii și contagiozității sociale (Shiller, 1998).

Dintre lucrările mai recente, care abordează factorii care influențează comportamentul investitorului, amintim: Ngoc, Luu Thi Bich (2014), Fares & Khamis (2011), Barber and Odean (2008), Chandra & Kumar (2012). Din literatura românească recentă, amintim studiile cercetătorilor Dragotă & Șerbănescu (2010), Vasilescu și Vătui (2004a, 2004b, 2004c) și studiul Prognosis.ro (2008).

Literatura de specialitate oferă și diferite *modele de comportament al investitorului*. Cele mai multe dintre ele se construiesc pornind de la paradigma că credințele și atitudinile investitorului îi influențează deciziile investiționale, mai mult decât raționamentul (Ratanjee, 2006).

Pentru a afla factorii care influențează investitorul român pe BVB, aspectele pe care acesta își fundamentează decizia investițională, precum și toleranța lui la risc, s-a realizat o *anchetă în două valuri (2010 și 2015)*, pe bază de *chestionar*. Fundamentarea teoretică a anchetei s-a realizat prin activități de culegere, analiză și sortare a informațiilor din literatura de specialitate, după relevanța lor pentru studiul nostru, precum și culegerea și analiza datelor statistice oficiale, postate pe diferite pagini de internet.

Răspunsurile la întrebările chestionarelor (2010 și, respectiv, 2015) au reflectat opiniile, atitudinile și comportamentele subiecților asupra gradului de importanță a diferiților factori în decizia de investire, precum și gradul de acord sau dezacord cu afirmațiile formulate de către cercetător.

Ancheta a fost promovată de către ASIF din diferite SSIF din Cluj-Napoca, prin metoda “bulgărelui de zăpadă”. Deoarece autorului i-a lipsit legătură directă cu majoritatea respondenților, nu s-au putut controla anumite caracteristici ale acestora. Totodată, perioada culegerii datelor pentru primul val (15 octombrie - 30 noiembrie 2010) a fost prea scurtă pentru a putea aborda un număr suficient de mare de subiecți. Ca atare, numărul subiecților cu răspunsuri valide a fost de 54. Numărul mic de respondenți și închiderea paginii web care găzduia sondajul (cu incapacitatea de a recupera datele fiecărui respondent în parte) au făcut ca repetarea studiului să fie obligatorie.

Astfel, ancheta a fost repetată în perioada 1 februarie – 17 mai 2015, chestionarul fiind disponibil online la adresa <http://www.isondaje.ro/sondaj/360617510/>. În chestionar au fost introduse întrebări noi, determinate de apariția Pieței AeRO și a posibilității de tranzacționare pe BVB a produselor cu capital protejat. De această dată, promovarea chestionarului a fost mai agresivă, acesta ajungând la peste 4000 de potențiali investitori. Pentru acest val, au fost validate 102 chestionare. Faptul că datele statistice privind investitorii sunt confidențiale, iar promovarea chestionarului s-a realizat de cele mai multe ori prin intermediari, a împiedicat calcularea unei rate reale de răspuns.

Dincolo de analiza descriptivă, menită să ofere imaginea de ansamblu asupra investitorului de pe bursă, ne-am propus și testarea unui set de ipoteze (19, din care, 8 se referă la variabile demografice și socio economice ale investitorului pe BVB iar 11 privesc variabile psihologice ale decidenților investitori pe BVB).

Analiza datelor s-a realizat cu ajutorul programului SPSS 20.

Chestionarul a fost proiectat astfel încât să răspundă *întrebărilor* legate de comportamentul investitorului, și anume:

- a) Atributele demografice și socioeconomice ale investitorului sunt deduse pe baza răspunsurilor legate de gen, vârstă, rezidență, studii, ocupație, venit, experiența în tranzacțiile bursiere, utilizarea platformelor de tranzacționare online și întrebarea opțională legată de motivul deciziei de tranzacționare online, acolo unde a fost cazul;
- b) Atributele psihologice ale investitorului pe BVB sunt studiate din trei puncte de vedere: toleranța la risc a investitorului, încrederea în forțele proprii ale investitorului român și contabilitatea mentală;
- c) Motivațiile deciziei de a investi pe piața bursieră;
- d) Strategiile primare de luare a deciziei;
- e) Profitabilitatea portofoliului.

Analiza cantitativă a datelor privind atributele demografice, socioeconomice și psihologice ale investitorilor de retail pe BVB arată că:

- structura investitorilor diferă semnificativ de structura pe genuri a populației naționale, în studiul nostru, raportul între femei și bărbați fiind de 1:2;
- tinerii au început să fie mai interesați de investițiile bursiere;
- debutul în lumea tranzacțiilor bursiere se face mai târziu pentru persoanele de gen feminin;
- absolvenții de studii universitare și postuniversitare, pot fi cel mai ușor atrași ca investitori pe bursă;
- din 102 de respondenți ai valului de anchetă din 2015, aproape jumătate sunt nou veniți pe bursă deci fără, sau cu experiență redusă. „Nou veniți” pe bursă sunt tineri cu vârsta cuprinsă între 26 și 35 de ani. Atât femeile, cât și bărbații se regăsesc în ponderi relativ similare în toate cele 4 categorii de experiență (0-2 ani, 3-5 ani, 6-15 ani, peste 15 ani);
- în cazul celor care nu utilizează platforme online, ponderea tinerilor este semnificativ mai mică decât cea așteptată, iar a vârstnicilor, semnificativ mai mare decât cea așteptată. Factorii care concură la creșterea probabilității de utilizare a platformei online sunt: vârsta tânără (18-25 ani), ocupația în zona sectorului privat (angajat în sectorul privat sau antreprenor-profesie liberală) și experiența medie în tranzacționarea pe bursă (6-15 ani). Motivația folosirii platformei de tranzacționare online se regăsește în: comoditatea tranzacțiilor (28%), accesibilitatea portofoliului (26%) și posibilitatea de a reacționa rapid la orice eveniment care apare pe bursă (23%);
- bărbații percep riscul mai mult de o manieră neutră, ca pe o stare de incertitudine, în timp ce pentru femei, acesta are mai degrabă o conotație negativă, de pierdere. Vârstnicii sunt cei

mai pozitivi în privința reprezentării riscului iar tinerii (18-25 ani) sunt cei care asociază în cea mai mică măsură riscul cu o noțiune neutră;

- pe parcursul a 5 ani, aversiunea femeilor față de risc a crescut și se confirmă faptul că femeile au o aversiune față de risc mai mare decât bărbații;
- vârstnicii din România s-au arătat gata să-și asume riscuri mari, pentru câștiguri mari;
- există o asociere între nivelul de venit și asumarea riscurilor pentru a obține profituri mari;
- există o asociere între înclinația spre risc și utilizarea platformei online. Astfel, cei care utilizează platforma online își asumă într-o mai mare măsură riscuri mari, pentru a obține profituri mari (54,1%), comparativ cu non-utilizatorii (34,1%);
- în 2015 un număr mai mare de femei se arată gata să investească în acțiuni riscante (comparativ cu 2010), iar valoarea χ^2 confirmă existența unei asocieri între gen și acordul/dezacordul cu confortabilitatea de a investi în acțiuni considerate riscante;
- bărbații (66,2%), tinerii de 18-25 ani (77,2%), angajații din privat (67,4%), cei cu venituri minime de maxim 10.000 lei anual (68,0%) investitorii cu peste 15 ani vechime (100%) și cei cu 3-5 ani vechime (91,7%) sunt cei care își asumă succesul investițiilor în proporție mai mare decât restul investitorilor;
- bărbații își asumă într-o mai mare măsură atât principalele decizii investiționale cât și responsabilitatea pentru rezultatele acestor decizii;
- educația se asociază negativ cu asumarea responsabilității rezultatelor investițiilor;
- asumarea responsabilității pentru deciziile luate și rezultatele investiției determină utilizarea platformei online;
- în relația de asociere cu acordul sau dezacordul față de afirmația „Am mai multe cunoștințe în investițiile în acțiuni decât majoritatea investitorilor”, se observă că ocupația, venitul și utilizarea platformei de tranzacționare online sunt singurele cu care există o astfel de relație;
- experiența pe BVB și utilizarea platformei online de tranzacționare sunt determinanți puternici ai cunoașterii termenilor: per, splitare și bid. Simpla educație formală nu garantează rapiditatea însușirii limbajului specific pieței bursiere. Cunoașterea parțială a conceptelor PER și splitare se asociază și cu reacția investitorului în momentul vânzării acțiunilor. Astfel, se pare că cei care sunt influențați foarte puternic de panica de pe piață, cunosc într-o mai mică măsură cele două concepte;
- studiul nostru indică prezența unei asocieri majore între numărul de simboluri deținute în portofoliu și experiența de investitor pe bursă. Cei care tranzacționează online dețin semnificativ mai multe simboluri de companii în portofoliu decât non-utilizatorii acestor

platforme: 63,4% dintre non-utilizatori dețin maximum 2 simboluri, pe când 59% dintre utilizatori au 3-5 simboluri în portofoliu;

- se observă o pondere mai mare a acțiunilor folosite pentru speculație în cazul investitorilor cu nivel mediu de experiență. Odată cu creșterea volumului de cunoștințe acumulate în domeniul pieței bursiere, crește toleranța la risc și înclinația spre speculație. Trecerea pragului de experiență de 15 ani, atrage după sine o atracție mai redusă către speculație, iar bărbații sunt dispuși să riște o pondere mai mare din portofoliu pentru acest tip de tranzacții (44% dintre ei au 20% din portofoliu destinat speculațiilor bursiere).
- femeile preferă portofolii cu un grad de risc scăzut (61,8% dintre ele nu au un portofoliu dedicat speculației).
- în general, aprecierea profitabilității nu înregistrează fluctuații semnificative din punct de vedere statistic, singurele diferențe identificându-se în următoarele cazuri: acțiuni categoria 1, considerate mai profitabile de către investitorii cu experiență medie de 6-15 ani (media 4,03), comparativ cu cei fără experiență (media 3,47), acțiuni din piața internațională, percepute ca fiind mai profitabile de către tineri (26-35 ani; medie 3,68), comparativ cu vârstnicii (medie 2,70), acțiuni din piața internațională, percepute mai profitabile de către cei din sectorul privat (3,70), comparativ cu cei neocupați (2,77) și produsele cu capital protejat, evaluate mai profitabile de către antreprenori (3,76), comparativ cu cei neocupați (2,62).

Din cele 19 ipoteze formulate, au fost validate 16, iar 3 nu se verifică prin rezultatele noastre.

Studiile empirice consultate au arătat că **principala motivație a investiției în acțiuni** o reprezintă speranța creșterii cursului acestora atât pe termen lung cât și pe termen scurt (Lease et al. 1974, Dorn & Huberman, 2005, Yeoh, 2010). În studiul nostru, cei mai mulți respondenți acordă o importanță foarte mare, creșterilor prețului acțiunilor pe termen lung. Cu ajutorul *analizei factoriale*, cei 5 itemi (creșteri ale prețului pe termen scurt, creșteri ale prețului pe termen lung, venituri din dividende, distracție și mândrie/ego) au fost reduși la *3 dimensiuni*: motivația câștigului pe termen scurt, motivația câștigului pe termen lung și a venitului din dividende și motivația non-lucrative (distracție, mândrie, ego). Prin modelare, s-a ajuns la *concluzia că, factorii socio-demografici și experiența investițională au capacitate extrem de redusă în explicarea importanței motivațiilor lucrative*. Singura conexiune observată, a fost cea dintre vârstă și motivația dată de mândrie/ego. Astfel, tinerii, de 26-35 ani, și vârstnicii, de

peste 65 ani, aleg într-o mai mare măsură mândria/ego-ul ca motivație investițională de importanță mare sau foarte mare.

Principala **sursă de informare** în alegerea acțiunilor este internetul, folosit frecvent sau întotdeauna de către 59% dintre respondenți. El este secondat de analizele fundamentale de pe pagina SSIF (jumătate dintre investitori le studiază cel puțin frecvent) și rapoartele anuale ale companiilor emitente ale acțiunilor. *Analiza factorială*, a permis reducerea celor 6 itemi ai întrebării (rapoartele anuale și site-ul web ale companiilor pe care investitorii doresc să le cumpere, analize fundamentale de pe pagina web a SSIF, analize tehnice proprii, ASIF, familia, prietenii, presa financiară non-internet și internetul) la două dimensiuni: informații de primă importanță (presă, internet, ASIF, familie, prieteni) și informații de importanță secundară (analizele tehnice proprii, rapoartele anuale ale companiilor). Nu se identifică diferențe semnificative din punct de vedere statistic în privința primei dimensiuni. În ceea ce privește cea de a doua dimensiune, se constată că sursele aparținătoare acestei dimensiuni sunt mai puțin folosite de cei care nu sunt atât de familiarizați cu noile tehnologii: vârstnicii (peste 65 ani) și non-utilizatorii platformelor online de tranzacționare.

Investitorul român din 2010 a fost mai puțin sofisticat decât cel din 2015, aspect dedus din numărul mare de respondenți (67,9%) care și-au bazat **decizia de cumpărare** pe recomandările altora, reputația companiilor, informațiile din mass-media sau informațiile din piață. Fără a identifica asocieri importante între decizia de investiție și variabilele socio-demografice, remarcăm faptul că femeile tind să se ghideze într-o mai mare măsură după reputația companiilor (26,5%) comparativ cu bărbații, care țin seama mai mult de informațiile de pe piață (17,6%). Investitorii care nu își asumă responsabilitatea pentru rezultatele investițiilor și nici nu se consideră principalii decidenți în privința tranzacțiilor bursiere tind să se ghideze într-o mai mare măsură după recomandările altor persoane, aspect firesc, iar cei care nu își asumă riscuri, tind să ia decizii într-o mai mare măsură în funcție de reputația companiilor.

În anul 2014, aproape două treimi dintre investitori au terminat anul cu un **profit** de maxim 20%. Femeile, au obținut profitabilitate mai mică decât bărbații, investitorii cu experiență redusă (0-2 ani) s-au plasat într-o mai mare măsură în zona 0 pierdere - 0 câștig (29,8%), 73% dintre investitorii online au obținut profit (51,2% dintre „asistați”), 50% dintre cei care se informează din mass media, se ghidează după recomandările altor persoane sau după reputația companiilor emitente realizează profit de 0%-20% iar 75%-85% dintre cei care utilizează informații din piață sau analiza fundamentală, obțin profit de 0%-20%.

Capitolul 3. Studiu privind tendințele în tranzacționarea pe BVB

Din punctul de vedere al marketingului, *tranzacționarea online* este un nou canal de distribuție a produselor atât pe BVB, cât și pe orice alte burse. Ea se realizează folosind o anumită *platformă*, creată de SSIF. Internetul scurtează legătura între investitor și produsele pe care dorește să le achiziționeze (acțiuni, contracte futures, CFD-uri, titluri de stat, obligațiuni, etc.), prin faptul că acesta nu mai are nevoie de un ASIF. Creșterea utilizării internetului și creșterea competitivității între SSIF fac ca acestea din urmă, să caute noi canale de distribuție.

Studiul privind tendințele în tranzacționarea pe BVB s-a realizat pe baza premisei că platformele de tranzacționare online sunt utilizate pe o scară tot mai largă, putând deveni un instrument al strategiei de marketing de fidelizare a clientului. Pornind de la ipoteza H8, (confirmată în studiul asupra comportamentului investitorului de retail; Capitolul 2.), conform căreia un investitor cu experiență în investițiile bursiere preferă să adopte singur deciziile investiționale, putem sugera ca SSIF să se orienteze spre noi servicii care să-i înleznească acest comportament decizional. Practic, pe baza studiului literaturii de specialitate, a experienței personale a autoarei tezei și printr-o metodologie creată și utilizată de Jobman, Salcedo și Depilla (2003) (adaptată specificului bursier românesc) studiul empiric își propune să răspundă următoarelor interogații:

- Care sunt premisele și în ce constă necesitatea tranzacționării online?
- Care sunt beneficiile și dezavantajele tranzacționării online, comparativ cu cele ale tranzacționării tradiționale?
- Cine este investitorul online din punctul de vedere al genului, vârstei, studiilor, cunostințelor utilizării internetului și experienței în tranzacțiile bursiere?
- Care este/sunt motivația/motivațiile deciziei de tranzacționare online?
- Ce criterii stau la baza alegerii SSIF prin care se vor efectua tranzacțiile online?
- Ce surse de informare sunt folosite în decizia individuală de tranzacționare online?
- Cum se explică randamentul mai mare al portofoliului creat online față de portofoliul creat cu asistența ASIF?

Analiza rezultatelor cercetărilor anterioare conduc la importanța deosebită a abordării următoarelor aspecte teoretice ale tranzacționării online:

Capacitățile tehnologice (IT) ale SSIF

Tranzacționarea online se face pe anumite platforme de tranzacționare, realizate de fiecare SSIF, în funcție de ceea ce dorește sau poate să ofere din punct de vedere informațional. Pentru a putea tranzacționa online, este nevoie ca investitorul să posede cunostințe de utilizare

a internetului. Investitorul introduce ordinele de tranzacționare prin platforma pusă la dispoziție de către SSIF. Ordinele sale ajung în bursă prin intermediul SSIF la care are deschis cont. Toate ordinele și tranzacțiile efectuate de către investitor rămân în bazele de date (DB) ale intermediarilor (SSIF). Executarea ordinului poate fi urmărită de către client prin intermediul SSIF, în timp real, tranzacția urmând o traiectorie inversă față de cea de introducere a ordinului.

Costurile tranzacționării online versus costurile tranzacționării tradiționale

În abordarea influenței costurilor (din punct de vedere al comisiunilor) asupra deciziei de tranzacționare online, rezultatele studiilor anterioare sunt contradictorii. Astfel, dacă unii consideră că acestea au influență determinantă/majoră (D'Avolio et al., 2002), alții arată că nu au o foarte mare importanță. Conform unui studiu realizat în SUA, doar 52.5 % dintre respondenți consideră comisionul de tranzacționare ca fiind foarte important (Jobman et al., 2003).

Crearea de valoare suplimentară prin informațiile oferite de către SSIF pe platformele de tranzacționare online;

În realitate, atât pe platformele de tranzacționare online, cât și pe paginile web, SSIF pot oferi plusvaloare prin numeroase servicii, dintre care menționăm următoarele: prezența unei versiuni demonstrative, știri despre piața bursieră, alerte SMS, alerte despre indicii internaționali, alerte pentru modificări majore în prețul acțiunilor.

Beneficiile tranzacționării online sunt legate de costurile mai mici decât cele ale tranzacționării tradiționale (Kim, 2000; Voss, 2000), viteza de reacție este mai bună în cazul tranzacționării online pe o piață cu volatilitate crescută (Jobman et al., 2003), transparentă, lichiditatea pieței crește (Kang, 2003), evitarea indiscreției ASIF și evitarea tranzacțiilor în exces (Bakos et al. 2005).

Dintre *dezavantajele* tranzacționării online, pot fi amintite: profitul mai mic obținut de SSIF, (Barber & Odean, 2000; Choi et al., 2002), privarea clientului de informații pe care ASIF le poate furniza (Nilaș, 2009), creșterea "zgomotului informațional" (Madhavan, 2000), încrederea prea mare a investitorilor în forțele proprii (Barber & Odean, 2000), riscul mai mare ca investitorul să decidă doar în funcție de preț, neglijând alte variabile și creând iluzia eficienței (Bakos et al. 2005), necesitatea deținerii banilor în momentul efectuării tranzacțiilor și imposibilitatea investitorului de a „vedea” ordinele ascunse (hidden order), plasate de alți investitori.

Metoda aleasă pentru a investiga tendințele în tranzacționarea pe BVB, în special, decizia investitorului de a trece de la tranzacționarea tradițională (asistată de un ASIF) la cea online, a fost cea a unui *sondaj aleator și nealeator, bazat pe accesibilitate și raționament, folosind ca*

instrument, chestionarul. Cele mai multe întrebări ale chestionarului sunt închise, multihotomice (dând posibilitate respondenților să aleagă una sau mai multe variante de răspuns). Există și întrebări cu răspuns în scală (Likert), necesare măsurării intensității opiniilor respondenților față de anumite elemente/afirmații. Răspunsurile la aceste întrebări reflectă opinia investitorilor de retail în legătură cu *gradul de importanță* a diferiților factori în decizia de tranzacționare online, pregătirea și experiența în piața bursieră, gradul de încredere în forțele proprii și metodele de informare pentru luarea deciziilor pe piața bursieră.

Eșantionul cuprinde 82 de subiecți. Din păcate, lipsa informațiilor despre de numărul de investitori de retail care tranzacționează online, nu a permis calcularea mărimii eşantionului pe baze științifice. De aceea, se poate afirma doar că acest studiu poate fi considerat unul de natură *exploratorie, rezultatele fiind specifice doar pentru eşantionul investigat* (nu pot fi generalizate la nivelul populației investitorilor de retail).

Estimăm că numărul de persoane cărora li s-a distribuit chestionarul este de 5000. Prelucrarea datelor s-a realizat cu ajutorul programului SPSS 20.

Studiul a fost adaptat specificului pieței bursiere românești, și a fost structurat astfel:

- ✓ *Caracteristicile investitorului online din punctul de vedere al genului, vârstei, studiilor, experienței pe bursă și experienței în folosirea internetului.* Rezultatele arată că, majoritatea este formată din bărbați (62,2%), tineri între 26 și 35 de ani, absolvenți de studii postuniversitare (53.7%) și absolvenți de studii universitare (42.7%), care consideră importantă și foarte importantă deținerea de cunoștințe în utilizarea internetului, apreciază ca foarte importante și importante cunoștințele legate de analiza companiilor (peste 50%), au fost intermediari în trecut de către un ASIF (65.9%) și au decis să tranzacționeze online după o perioadă de „asistare” de către ASIF, de 1-5 ani (51.85%). Experiența personală în tranzacționare este de importanță mare pentru 45.1% și foarte mare pentru 29.3% dintre respondenți.
- ✓ *Motivația tranzacționării online* este dată în primul rând, de faptul că investitorii au decis să se informeze singuri și nu consideră că un ASIF are mai multe informații ca ei.
- ✓ Din punct de vedere al *influenței factorilor modă, comoditate, iluzia cunoașterii, timp, relația cu SSIF și cost asupra deciziei de tranzacționare online*, se constată următoarele:
 - 20.8% dintre respondenți sunt influențați într-o măsură mare și foarte mare de reclame, de faptul că este la modă să tranzacționezi online (observație: reclamele trebuie să respecte reglementările legale)

- 85.4% consideră că “încrederea în propria judecată” a fost importantă sau foarte importantă, în decizia de a tranzacționa online;
 - influența relației cu ASIF asupra deciziei de tranzacționare online a fost neutră în cazul a 34.1%, mare pentru 34.1% și foarte mare, pentru 11%;
 - timpul scurt alocat efectuării propriilor tranzacții este cel mai important factor în decizia de a trece de la tranzacționarea tradițională la cea online;
 - pentru 29.3 % dintre subiecți, comisionul mai mic este foarte important.
- ✓ Cele mai importante *criterii în alegerea SSIF prin care se realizează tranzacționarea online* sunt: posibilitatea vizionării evoluției portofoliului în timp real, sistem de tranzacționare disponibil tot timpul și executarea rapidă și eficientă a ordinelor.
- ✓ Cele mai utilizate *surse de informare a investitorului online în decizia de a tranzacționa o acțiune* sunt informații rezultate din propriile analize și cunoștințele personale legate de analiza tehnică și fundamentală.
- ✓ Analizând evoluția *randamentului portofoliului, în trecerea de la tranzacționarea asistată la cea online* se observă că 50% dintre subiecți au obținut randament identic cu cel anterior, 37% un randament mai mare și 13% un randament mai mic comparativ cu perioada în care au tranzacționat prin ASIF. Randamentul portofoliului investitorilor online asistați în trecut de ASIF pe o perioadă scurtă, este mai mic, comparativ cu cel al investitorilor online asistați (în trecut) o perioadă mai lungă de către ASIF.

PARTEA A DOUA. MARKETINGUL ÎN SOCIETĂȚILE DE SERVICII DE INVESTIȚII FINANCIARE (SSIF)

Capitolul 4. Societățile de servicii de investiții financiare pe piața bursieră din România

SSIF reprezintă un segment important al *intermediarilor* care activează pe piața bursieră românească. Articolul 6 al Legii 297/2004, definește SSIF ca... „persoane juridice, constituite sub forma unor societăți pe acțiuni, emitente de acțiuni nominative, conform Legii nr. 31/1990, care au obiect exclusiv de activitate prestarea de servicii de investiții financiare și care funcționează numai în baza autorizației C.N.V.M” (Monitorul Oficial 571/29 iunie 2004).

La data de 16 aprilie 2015, în România activau 40 de intermediari, dintre care 29 SSIF românești (www.bvb.ro). Dacă în 2010 (momentul primului studiu al prezentei teze, legat de

conținutul paginilor web) activau pe piața bursieră din România 58 de SSIF (Petric, 2011), iar în octombrie 2014 erau înscrise pe lista intermediarilor 32 de SSIF, un calcul matematic simplu, conduce la ideea concentrării activității acestora cu 50%. În doar 18 ani (perioada 1998-2015) se înregistrează o scădere cu 84% a numărului acestora.

Având în vedere că serviciile SSIF sunt caracterizate de un grad înalt de reproducere, inseparabilitate, perisabilitate și varietate, este foarte important ca acestea să se diferențieze prin anumite elemente de cele ale competitorilor, mărindu-și în acest fel, cota de piață. Diferențierea se realizează, prin valoarea atașată serviciilor pentru clienții săi, superioare competitorilor.

Literatura internațională de specialitate (Michael Tracy și Fred Wiersema în Kotler & Armstrong, 2008) subliniază că *avantajul competitiv* dobândit prin oferirea de valoare adăugată, permite evoluția spre poziții dominante pe piață. Această problemă este abordată destul de rar în literatura românească, în astfel de cazuri aminteștindu-se că în domeniul serviciilor „este mult mai eficient să ai clienți decât să cauți clienți...” (Cetina, 2001). Subliniem faptul că competitivitatea nu se reflectă doar asupra relației dintre SSIF. Practic, SSIF-urile sunt în concurență permanentă și cu restul instituțiilor financiare, băncile fiind un bun exemplu. Luând în considerare că politica actuală a băncilor este de scădere a dobânzilor, SSIF pot găsi noi investitori prin crearea de noi produse, adecvate nivelului de risc pe care aceștia sunt dispuși să și-l asume.

Capitolul 5. Mixul de marketing în SSIF. Promovare și plasament

În acest capitol se descriu cele șapte elemente ale mixului de marketing specific serviciilor financiare (produsul, prețul, personalul, dovezile fizice, procesul, distribuția și promovarea), accentul fiind pus pe plasament și promovare.

Elementul principal al mixului de marketing este **produsul/serviciul**. Din acest motiv, în jurul acestuia trebuie concepute strategiile de marketing. Pentru a avea succes pe piață, produsului/serviciului trebuie să i se evidențieze calitățile și avantajele oferite cumpărătorului/investitorului (Cetina, 2011). În funcție de proprietățile serviciilor oferite de către SSIF, acestea pot fi clasificate astfel: servicii generale (principale și conexe) și servicii specifice fiecărei SSIF.

Un alt element al mixului de marketing este **prețul** plătit de investitor pentru serviciile oferite de SSIF. Prețul este singurul element al mixului de marketing care generează venit pentru societate (Kotler, 2008). De cele mai multe ori, acesta se reflectă în mărimea

comisionului perceput pe tranzacție (dar nu exclusiv, deoarece, investitorul poate avea acces și la alte servicii oferite de SSIF, contra unui preț).

Personalul reprezintă unul dintre puținele elemente de natură tangibilă prin care investitorul interacționează cu SSIF. Conform Regulamentului CNVM 32/2006 (www.asfromania.ro), SSIF trebuie să dispună de următoarele tipuri de personal: ASIF, ADEL, agent de bursă, personal angajat în domeniul controlului intern, auditor intern, analist financiar, conducător, contabili, asistenți și alte persoane, care ajută la activitățile specifice firmei.

Procesul este o componentă a mixului de marketing, care asigură disponibilitatea și calitatea serviciilor, cu scopul echilibrării cererii cu oferta (Yasanallah & Vahid, 2012).

Componentă a mixului de marketing, **dovada fizică** este un element tangibil, prin care se individualizează un SSIF. Ea se manifestă prin arhitectura sediului central, sucursalelor și agențiilor SSIF, mobilier, echipamente, model de autoturisme etc. și prin dovezile fizice ale activității și relațiilor SSIF cu clienții și diferite organisme impuse de natura activității lor și de legislația în vigoare: contracte, cereri de deschidere cont, transferuri de numerar și acțiuni, declarații fiscale etc).

Distribuția produselor și serviciilor SSIF este influențată în mare măsură de capacitățile tehnologice ale companiei, de concurența între companii, de segmentul de investitori cărora se adresează și mai ales de factori ca legislația și mediul internațional. Ea se particularizează tipurilor specifice de produse/servicii oferite de SSIF: servicii proprii, indici BVB, respectiv, alte valori mobiliare.

Dacă ținem seama de *natura canalului de distribuție* utilizat de SSIF, acesta poate fi *offline*, prin sucursale și agenții, reprezentate de către ASIF sau ADEL sau *online*, prin intermediul internetului. În acest caz, investitorii tranzacționează singuri, online, fără ajutorul unui ASIF sau ADEL. Cum sfera de pătrundere a internetului se lărgiște tot mai rapid, este firesc ca și tranzacțiile online să câștige teren. Această tendință trebuie luată în considerare în elaborarea strategiilor de marketing ale SSIF. Prin acestea, SSIF oferă instrumente noi, accesibile investitorilor. Un asemenea instrument este platforma de tranzacționare online.

Platformele de tranzacționare online oferă beneficii multiple utilizatorilor, cum ar fi: comisioane reduse, vizionarea portofoliului în timp real, transferuri de numerar sau de acțiuni în și din conturile lor, accesul multiple piețe (cazul SSIF Broker sau Tradeville care oferă accesul clienților pe piața externă la peste 100 de burse din lume), tranzacții rapide, transparența tranzacțiilor, acces la analize tehnice și fundamentale, alerte de știri pe simbolurile din portofoliu, etc. Pornind de la premisa că în România există tot mai mulți investitori experimentați, care nu mai au nevoie de consiliere în achiziția sau vânzarea de acțiuni, ne-am

propus să cunoaștem *punctele forte și slabe ale platformelor de tranzacționare online* oferite de SSIF, printr-o analiză proprie.

Pentru această analiză, au fost accesate platformele celor 20 de SSIF care dispun de astfel canale de distribuție, făcându-se o evaluare din perspectiva *criteriilor*: conținut, suma minimă necesară deschiderii unui cont online, viteza medie de procesare a ordinelor și interactivitate. La baza alegerii acestor criterii a stat metodologia utilizată în evaluarea paginilor web ale SSIF, realizată într-un studiu anterior (Petric 2011), precum și experiența în relația cu clienții SSIF Broker, Target Capital și BT Securities.

Astfel, din punct de vedere al *conținutului platformelor de tranzacționare online*, următoarele rezultate trebuie precizate: 6 din 20 de SSIF oferă o versiune demonstrativă, prin 13 SSIF se poate tranzacționa online la BVB, prin 7 la SIBEX și prin 5 pe piețe internaționale, paginile web ale 12 SSIF nu oferă informații despre tipurile de ordine acceptate pe platforma online, cel puțin 3 SSIF oferă posibilitatea clienților să introducă toate tipurile de ordine prin platforma online, 9 dintre SSIF nu furnizează informații despre produsele tranzacționate, cele mai multe companii oferă posibilitatea de a tranzacționa online acțiuni, 8 SSIF oferă analize fundamentale și 7, analiză tehnică și 6 SSIF oferă posibilitatea personalizării platformei.

Suma minimă solicitată pentru deschiderea unui cont online, este cuprinsă între 0 (două SSIF) și 10 000 lei. Valoarea cea mai mare este solicitată de către Tradeville. Se poate afirma că avem de-a face cu o diferență mare (între limitele costului minim solicitat), chiar dacă, cel puțin teoretic, costurile legate de crearea și întreținerea platformelor sunt identice. Totuși, în cazul Tradeville s-ar putea justifica costul inițial mare prin faptul că, această companie desfășoară o promovare agresivă și are una din cele mai complexe platforme.

Criteriul privind *gestiunea timpului* este cel mai bine descris în paginile SSIF și, ca atare, despre acesta s-au găsit cele mai multe date. Toate SSIF care dau informații legate de tranzacționarea online, oferă posibilitatea vizionării portofoliului în timp real. Cele două SSIF care oferă informații legate de viteza medie de procesare a ordinelor, afirmă că aceasta este de 2 secunde. Complexitatea acestui criteriu s-a măsurat cu o scală de 9 puncte (1 reprezintă prezența unei singure dimensiuni a criteriului „timp”, 9, prezența tuturor componentelor acestui criteriu). Tradeville și SSIF Broker au primit punctaj foarte mare (8). Cele mai slabe SSIF, din acest punct de vedere, sunt Prime Transaction și Interfinbrok Corporation (fiecare cu câte 1 punct).

Analiza noastră confirmă rezultatele unui studiu empiric anterior (Petric, 2011), anume, că *criteriul „interactivitate”* este cel mai neglijat în proiectarea paginilor SSIF. Fac excepție, prin acordare de asistență non stop, BT Securities, Tradeville și Estinvest. Posibilitatea

consultării obligațiilor fiscale, deși foarte importantă, nu există decât la: Tradeville, Goldring și SSIF Broker. În sfârșit, despre camere de chat/forum, nu se găsesc informații, decât pe platformele Tradeville și SSIF Broker.

Metodele de promovare folosite de SSIF, indiferent că se referă la produse și servicii proprii sau la intermediere, sunt de două tipuri: **metode de promovare offline** (tradiționale) și **metode de promovare online** (prin internet).

Pe baza literaturii de specialitate, inclusiv a aceleia referitoare la promovarea în domeniul financiar bancar (Adam, 2011), din care s-au preluat și s-au adaptat metode și în SSIF, în teză sunt descrise câteva *tipuri de promovare offline* din SSIF: comunicarea personală, publicitatea, promovarea vânzărilor, relațiile publice, materiale suport și identitatea organizației. Literatura menționează că media offline poate conduce la creșterea numărului vizitatorilor pe pagina web (Bellizzi, 2000), contribuind astfel la creșterea eficienței promovării online.

Metodele specifice promovării *online* oferă posibilitatea cunoașterii în timp real a comportamentului investitorilor și, totodată, posibilitatea abordării lor cu maximă eficiență. Principalele avantaje ale acestor metode sunt eficiența, durabilitatea, posibilitatea adresării unui număr mare de utilizatori, economia de timp și de costuri (Gheorghe et al., 2010).

Pentru tot mai multe persoane, *internetul* devine calea principală de comunicare, ceea ce înseamnă că specialiștii de marketing ai SSIF au la îndemână o gamă variată de instrumente, cele mai importante fiind următoarele: E-mail Marketing, reclama, motoare de căutare, rețele de socializare, M-Marketing și promovarea prin intermediul paginilor web.

Datorită costurilor relativ scăzute și a puterii informației și tehnologiilor tot mai dezvoltate de comunicare, firmele se folosesc de *paginile web* pentru a-și îmbunătăți imaginea (Bonson & Escobar, 2002) sau pentru a obține avantaje competitive.

Pentru evaluarea paginilor web ale SSIF din România anului 2010 (Petric, 2011), s-a decis utilizarea metodei dezvoltate de *ProfNet Institut fur Internet Marketing*, Munster. Concret, studiul nostru s-a ghidat după Raportul ProfNet asupra paginilor web ale băncilor (2425 de bănci din 183 de țări (http://www.profnet.de/dokumente/2009/rptStudie_B_80_Welt.pdf) și după studiile realizate de Catană et. al (2006, 2007). Datele au fost culese și prelucrate în Septembrie 2010. Fiecare pagină web a fost analizată în funcție de 124 de *criterii*, grupate pe patru *dimensiuni*: *conținut*, *interactivitate*, *navigare* și *aspect*. Fiecare criteriu și fiecare dimensiune a primit un anumit scor (punctaj), în funcție de notarea folosită pentru prezența/absența unui criteriu și a importanței acestuia. Scorul maxim posibil este de 91.5

puncte, repartizate după cum urmează: „conținut” (33,5 puncte), „aspect” (23 puncte), „interactivitate” (18 puncte) și „navigare” (17 puncte).

Primul pas al studiului a fost inventarierea SSIF care dețineau o pagină web: 51 din 58 existente (<http://www.bvb.ro/Intermediaries/SSIFuri.aspx>). Singurul criteriu la care toate SSIF au scor maxim este „Top search engine position”. Punctaje mari sunt obținute la criteriile/informațiile pe care reglementările în vigoare (Regulamentul CNVM 3/2002) le obligă să le facă publice: adresa sediului social și a sediilor secundare (96.08%), atributele de identificare: telefon, fax sau e-mail (96.08%), numele membrilor Consiliului de Administrație și ai Conducerii Executive (92.20%), numele acționarilor (92.20% din companiile cu pagini web), descrierea serviciilor prestate (96.08%), cel puțin ultimul Bilanț Contabil Anual (74.50%);

Studiul *conținutului paginilor web* arată că, nici o SSIF nu oferă un „colț al copiilor”, o pagină cu „răspunsurile presei”, „screensaver-e” sau „salvarea de imagini pe calculator”. Scor mic au acumulat și criteriile ca: „fotografii ale companiei”, „orar de funcționare”, „fotografii ale membrilor CA”, „jocuri interactive” sau „campanii ale companiei”. Or, pentru ca investitorii să poată decide în propriul interes, pagina web a SSIF ar trebui să le ofere informații complete (Singer & Cacia, 2009).

Aspectul (layout) paginii nu este foarte bine evidențiat de paginile web ale SSIF. Criteriile ca „versiunea text a paginilor”, „utilizarea camerelor de filmat” a căror transmisii să se facă în timp real pe pagina societății, „folosirea imaginilor 3D” sau a unui „webphone”, sunt complet neglijate.

Interactivitatea paginii este cea mai neglijată dimensiune: din 24 de criterii de evaluare a acestei dimensiuni, 9 nu au obținut niciun punct (ex. "serviciu de apel invers", "e-card", "chat", "forum", "carte de oaspeți", „informații online pentru broșura companiei”).

Din punctul de vedere al *navigabilității* lucrurile stau mai bine. Din cele 51 de companii cu pagini web, 48 s-au deschis fără probleme, browser-ele erau compatibile, iar 49 aveau navigație fixă, cu ecrane compatibile („screen compatibility”). Între neajunsurile constatate în legătură cu această dimensiune, menționăm că multe pagini nu aveau imagini în miniatură („thumbnails”) sau buton pentru „salt la pagina precedentă”. Și în acest domeniu mai sunt multe de făcut, dacă ne gândim că cel mai mare scor obținut este de 13 puncte, din maximum de 17 pentru aceasta caracteristică.

O concluzie generală a studiului este aceea că toate SSIF au mari deficiențe în privința tuturor caracteristicilor/dimensiunilor paginii web. Până și SSIF care s-a plasat pe primul loc

(din perspectiva scorului cumulat pe cele 4 dimensiuni- Intercapital Invest), a obținut doar 58 de puncte, din 91.5 posibile (conform demersului ProfNet).

Ca urmare a studiului realizat în anul 2010, am propus în 2014 SSIF Broker modificarea paginii web. În luna mai 2015 acest proiect s-a finalizat cu aportul întregului colectiv al SSIF Broker.

CONCLUZII GENERALE. LIMITE ȘI CERCETĂRI VIITOARE

În cei 7 ani în care s-a elaborat teza s-a rafinat viziunea asupra conținutului și structurii acesteia, sub influența numeroaselor provocări venite dinspre mediul economic (criza 2008-2010), legislativ (micșorarea perioadei de decontare, desființarea XMBS și înființarea pieței AeRO), informațional (accesul mult mai facil la internet), științific (participarea la conferințe, accesul la literatura din bazele de date internaționale), profesional (ASIF, „seminarist” în învățământul superior, specialist în marketing) și personal. În această perioadă, însăși piața bursieră a trecut prin episoade de avânt, de criză și revirement, cu efecte observabile asupra tuturor participanților (emitenții de valori mobiliare, SSIF și investitorii).

Reiterând pașii parcurși, în cele ce urmează prezentăm o sinteză a celor mai importante concluzii ale tezei.

Subiectul tezei este de *importanță majoră* atât pentru teoria și învățământul economic și juridic, cât și pentru practică (SSIF, BVB, emitenții de titluri, organisme de reglementare, investitori). Din punct de vedere *teoretic*, cea mai importantă contribuție la literatura din domeniu este *perspectiva de marketing* din care este abordat comportamentul investitorului de retail și SSIF (majoritatea lucrărilor consultate abordează investitorul din perspectiva finanțelor comportamentale, iar SSIF din cea a reglementărilor legislative, eticii și manipulării pieței). Adăugăm faptul că prezumțiile/ipotezele și întrebările chestionarelor studiului asupra investitorului s-au formulat atât pe baza sintetizării rezultatelor studiilor asupra „comportamentului de natură psihologică”, „comportamentului financiar” și „economiei comportamentale”, cât și a experienței proprii ca ASIF. Totodată, pentru evaluarea paginilor web ale SSIF s-a folosit pentru prima dată, modelul ProfNET. Totodată, teza adaugă valoare literaturii din domeniu, prin exemplele oferite din viața reală a SSIF (în special, a SSIF Broker).

Din punct de vedere *practic*, rezultatele tezei sunt utile, în primul rând, pentru SSIF. Toate sugestiile și recomandările din teză pot fi puse în practică în beneficiul SSIF și, implicit,

al investitorilor. Dintre ele menționăm pe cele care ar contribui la crearea *unei noi culturi organizaționale în SSIF* (având ca liant investitorul, cu nevoile și așteptările lui) și anume:

- ✓ dezvoltarea/actualizarea portofoliului de servicii oferite prin canalele „e” și „M”, de exemplu, analize fundamentale, notificări despre oportunitățile pieței, promovarea noilor produse, noilor facilități de tranzacționare etc.;
- ✓ creșterea importanței promovării prin intermediul motoarelor de căutare și a rețelelor de socializare;
- ✓ diferențierea informațiilor oferite clientului în funcție de statutul acestuia (investitor actual sau potențial);
- ✓ organizarea periodică a unor întâlniri între ASIF și anumite segmente de clienți, pentru prezentarea oportunităților de investiție pe BVB;
- ✓ alegerea celor mai potrivite strategii concurențiale bazate pe avantajele deduse din analiza SWOT (pe baza punctelor forte și slabe identificate în teză, în privința paginilor web și platformelor de tranzacționare online);
- ✓ realizarea hărții de poziționare strategică (de exemplu, folosind criteriile gamei de servicii oferite și caracteristicile paginilor web) etc.
- ✓ orientarea campaniilor de promovare spre investitorii potențiali (vârșnici, tineri sub 24 de ani, liberi profesioniști), inclusiv spre investitori străini, ceea ce presupune ca informațiile de pe pagina web a SSIF să fie accesibile în cel puțin o limbă de circulație internațională.

Schimbările provocate prin punerea în practică de către SSIF Broker a propunerilor din teză, pot servi ca studii *practice* de caz în seminarizarea marketingului serviciilor financiare (de pildă, prin *webinarii*). Pentru BVB este de mare interes nevoia de „transparentizare” mai puternică a operațiunilor, de exemplu, prin publicarea și actualizarea statisticilor referitoare la numărul investitorilor de retail, volumul tranzacțiilor online, analize comparative privind randamentul titlurilor etc. Rezultatele cercetării asupra caracteristicilor investitorului de retail și factorilor decizionali ai acestuia, precum și cele referitoare la „plasamentul” și „promovarea” serviciilor SSIF prin canale în pas cu evoluția tehnologiei și așteptările „ofertanților” de capital pe piața bursieră din România, sunt utile *autorităților de reglementare* a pieței bursiere în actualizarea cadrului legislativ. Beneficiarii potențiali ai rezultatelor tezei își pot intensifica efortul de educare a *investitorilor* actuali și potențiali, prin sistemul educației formale și formelor de educație continuă.

A. Concluzii referitoare la comportamentul de marketing al investitorului de retail pe BVB

Din cele 19 ipoteze formulate cu privire la *comportamentul de marketing al investitorului de retail* au fost validate 16, iar 3 nu se verifică prin rezultatele noastre.

Ipoteze confirmate:

H1. Distribuția pe vârste a investitorilor femei diferă de cea a investitorilor bărbați. Pornind de la ideea că investiția pe bursă înseamnă o asumare a unui anumit grad de risc și luând în considerare faptul că s-a demonstrat de către cercetători că aversiunea la risc a femeilor este mai mare decât a bărbaților, era firesc ca această ipoteză să se confirme. Dezechilibrul constatat între genuri în privința prezenței în investițiile bursiere, dezechilibru prezent în același raport și în privința prezenței în domeniul afacerilor, ne permit să afirmăm că la nivel general, femeile sunt reticente în ceea ce privește investițiile pe bursă. Ele pot fi atrase prin promovarea de către SSIF a unor produse mai puțin riscante.

H2. Ponderea investitorilor urbani în totalul investitorilor pe BVB este mai mare decât ponderea populației urbane în totalul populației României. Explicațiile se pot găsi în diferențele în venitul pe cap de locuitor și nivelul de educație a rezidenților din cele două medii (ambele mai ridicate în mediul urban).

H3. Ponderea investitorilor cu studii superioare în totalul investitorilor pe BVB este mai ridicată decât ponderea populației cu studii superioare în totalul populației României. Această ipoteză a fost confirmată de rezultatele celor două valuri ale studiului nostru (2010 și 2015) și de datele referitoare la distribuția populației în funcție de studii și de rezultatele altor studii întreprinse de cercetătorii români. Este evident că o condiție pentru investiția pe BVB este deținerea surselor financiare. Or acestea cresc (în general), pe măsura creșterii educației.

H4. Crește ponderea investitorilor cu experiență redusă pe BVB (de maxim 2 ani) în 2015 față de 2010. Credem că motivul principal al confirmării acestei ipoteze se găsește în contextul economic național și internațional, caracterizat prin creșterea veniturilor și a randamentelor observate pe bursă. Un alt motiv poate fi acela că BVB și SSIF își promovează serviciile prin cursuri și seminarii în rândul tinerilor (la nivel universitar), concursuri pentru investitorii începători indiferent de vârstă (<https://iq.bvb.ro/About>) etc.

H5. Tinerii (18-25 ani) utilizează într-o mai mare măsură noile tehnologii de tranzacționare (platforma online). Datele publice arată că frecvența utilizării noilor tehnologii (internet, calculatoare, telefoane performante) descrește odată cu vârsta

(http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/com_anuale/tic/tic_r2013.pdf), iar în contextul în care utilizarea platformelor de tranzacționare online necesită cunoștințe serioase de utilizare a internetului și calculatorului, era firesc ca această ipoteză să fie confirmată și în studiul nostru. Mai mult, vârsta tânără, angajații din sectorul privat (angajat în sectorul privat, antreprenor, profesie liberală) și experiența medie în tranzacționarea pe bursă, concură la creșterea probabilității de utilizare a platformei online. Motivația folosirii platformei este dată în special de comoditatea tranzacțiilor, accesibilitatea portofoliului și posibilitatea de a reacționa rapid la orice eveniment care apare pe bursă.

H7. Nivelul venitului nu influențează decizia de tranzacționare online. Un factor important în decizia de a tranzacționa online este costul (comisionul), care în cazul tranzacționării online este mai mic decât în cazul tranzacționării asistate. Indiferent de mărimea veniturilor proprii și ca atare, e firesc ca această ipoteză să fie confirmată.

H8. Decizia de tranzacționare online se corelează pozitiv cu experiența pe bursă a investitorilor. Pentru a tranzacționa singur (neasistat) este necesară o anumită cunoaștere atât a termenilor utilizați, cât și a strategiilor de creare a portofoliilor. De cele mai multe ori, această cunoaștere se formează, în principal, pe baza experienței în tranzacționare. Tranzacționarea online este un fenomen nou, care a luat amploare doar în ultimii ani (cel puțin în România). Dacă în condițiile tranzacționării tradiționale, clientul primea explicații despre toate mișcările pe portofoliu generate de ordinele de tranzacționare, investitorul online trebuie să învețe toate aspectele/condițiile tranzacționării și transferului de numerar sau acțiuni.

H10. Bărbații își asumă un control mai mare asupra deciziei de investire în anumite acțiuni, decât femeile. Rezultatele studiului nostru consemnează diferențe de percepție a riscului în funcție de gen: bărbații percep riscul mai mult de o manieră neutră, ca o stare de incertitudine, iar femeile, mai degrabă ca având o conotație negativă, ca o pierdere. Știind că asumarea unei decizii este însoțită de acceptarea unui anumit risc pe bursă, logica elementară ne poate ajuta în confirmarea acestei ipoteze.

H11. Utilizatorii platformelor de tranzacționare online își asumă responsabilitatea rezultatelor investițiilor într-o mai mare măsură decât investitorii asistați. Trecerea la tranzacționarea online (de la cea asistată) este condiționată de asumarea propriilor decizii privind tranzacțiile. Bunul simț și logica elementară susțin rezultatele noastre, contribuind la confirmarea acestei ipoteze.

H13. Experiența în tranzacționarea pe BVB determină gradul cunoașterii termenilor „per”, „splitare” și „bid”. Rezultatele studiului nostru arată că experiența în tranzacționare

influențează cunoașterea celor trei termeni. Este evident că, cu cât investitorul are o experiență mai mare, cu atât crește capacitatea lui de informare.

H14. Gradul cunoașterii termenilor „per”, „splitare” și „bid” este mai mare în cazul investitorilor care utilizează platformele de tranzacționare online. Aceleași rezultate confirmă faptul că, utilizarea platformelor online conduce la o mai bună cunoaștere a termenilor respectivi. Se confirmă astfel, legea universală a învățării prin experiență („learning by doing”).

H15. Investitorii influențați de panică în momentul vânzării acțiunilor, cunosc într-o mai mică măsură termenii „per”, „splitare” și „bid”. Rezultatele noastre arată că însușirea limbajului tehnic nu are numai rolul de a înlesni comunicarea, dar și pe acela de a da încredere investitorului că poate înțelege corect informația existentă și poate răspunde pe măsură. Atunci când investitorii nu își fundamentează deciziile de tranzacționare pe propriile cunoștințe, este normal ca aceștia să fie afectați de panică.

H16. Numărul simbolurilor deținute de un investitor se corelează pozitiv cu experiența pe BVB Rezultatele noastre arată o asociere importantă între numărul de simboluri de companii deținute în portofoliu și experiența de investitor pe bursă. Aceste rezultate nu sunt surprinzătoare, diversificarea fiind o strategie cunoscută și verificată în toate domeniile economice, nu doar în investițiile bursiere.

H17. Numărul simbolurilor deținute de un investitor online este mai mare decât cel deținut de un investitor asistat. Prin studiul nostru se confirmă rezultatele unui studiu BVB (<http://www2.bvb.ro/Investors/files/Survey%20H1%202014.pdf>), care arată că investitorii care tranzacționează online au mai multe simboluri și fac mai multe tranzacții pe bursă decât cei asistați de ASIF. O posibilă explicație a acestor rezultate este aceea că investitorii online sunt tentați să facă mai multe operații decât ar face în mod obișnuit, deoarece au mereu la îndemână instrumentele și informațiile necesare tranzacționării.

H18. Investitorii cu portofolii destinate speculației tranzacționează online mai mult decât ceilalți investitori. Dacă luăm în considerare faptul că speculațiile sunt tranzacții care urmăresc creșterea profitului pe termen scurt, iar efectuarea de astfel de operațiuni riscante presupune ca investitorul să fie mereu atent la piață și la informațiile din media, se poate afirma că platformele online satisfac aceste condiții. Totodată, pe măsură ce crește volumul tranzacțiilor, crește și ponderea acțiunilor utilizate pentru tranzacționări de tip speculativ.

H19. Ponderea portofoliilor destinate speculațiilor este mai mare în cazul bărbaților decât în cazul femeilor. Explicația confirmării acestei ipoteze poate proveni din toleranța mai mare la risc a bărbaților decât cea a femeilor. Diferențele de atitudine față de risc între respondenții de gen feminin și masculin rămân neschimbate în 2015 față de 2010. Chiar dacă în 2015 un

procentaj mai mare dintre subiecți se arată gata să investească în acțiuni riscante (comparativ cu 2010), majoritatea femeilor nu se simt confortabil să procedeze astfel, în ambele valuri ale studiului. Adăugăm că bărbații își asumă responsabilitatea deciziilor și a rezultatelor investițiilor într-o măsură mai mare decât femeile.

Ipoteze respinse:

H6. Nivelul de educație se corelează pozitiv cu comportamentul de tranzacționare online. Având în vedere că pentru a lua decizii corecte în tranzacționarea online este necesară înțelegerea unor concepte și strategii și a evoluției globale la nivel micro și macro-economic, ar fi fost logic ca această ipoteză să fie confirmată. Aceasta, deoarece gradul de înțelegere crește deodată cu gradul de educație. Cel mai probabil, respingerea ipotezei se datorează numărului mic de respondenți sau faptului că deși finalizarea educației formale a unor investitori nu a fost o prioritate, aceștia s-au concentrat pe auto-educare, participând la cursuri, seminarii, webinarii destinate instruirii în tranzacționarea online.

H9. Vârșnicii (peste 65 de ani) percep riscul ca pe ceva negativ, într-o mai mare măsură decât celelalte categorii de vârstă. În formularea acestei ipoteze s-a pornit de la studiile efectuate de alți cercetători care afirmau că toleranța la risc scade odată cu vârsta (peste 55 de ani). Studiul nostru a condus la alte rezultate, principalul motiv al acestora, fiind (în opinia noastră) numărul mic de subiecți de peste 65 de ani în eșantion. Comparativ cu investitorii străini (mai rezervați în atitudinea față de risc), cei din România sunt gata să-și asume riscuri mari pentru câștiguri mari (Yeoh, 2010). Deși studii anterioare legate de confortabilitatea de a investi în acțiuni considerate riscante arată că odată cu trecerea anilor, crește aversiunea față de risc, rezultatele noastre sugerează contrariul: *cu cât investitorii au o vârstă mai înaintată, cu atât se simt mai confortabil în investiția în acțiuni considerate riscante.* Chiar dacă analiza reziduurilor nu indică diferențe semnificative din punct de vedere statistic între distribuția observată și cea așteptată, ponderea acordului cu afirmația legată de asumarea unor riscuri mari pentru câștiguri mari crește pe măsură ce crește venitul.

H12. Gradul cunoașterii termenilor „per”, „splitare” și „bid” crește odată cu educația investitorului. Pe lângă explicația infirmării ipotezei H6, putem presupune că există factori dincolo de educație, care determină cunoașterea limbajului tehnic al tranzacțiilor bursiere, probabil legați mai mult de experiența în tranzacționare.

Concluzii referitoare la ***gradul de profitabilitate, motivațiile, sursele de informare și randamentul portofoliului*** investitorilor de retail pe BVB:

- ✓ **Gradul de profitabilitate** cel mai înalt este asociat de către investitori acțiunilor din categoria 1. Pe locul doi sunt acțiunile din piața internațională, urmate de acțiunile din categoria 2, produsele cu capital protejat, acțiunile din piața AeRO și piața derivatelor. În general, aprecierea profitabilității este una constantă, fără fluctuații semnificative din punct de vedere statistic (ceea ce înseamnă o percepție similară a acesteia în rândul investitorilor). Anomaliile observate privesc produsele cu capital protejat și piața derivatelor, cel mai probabil datorându-se necunoașterii posibilităților de câștig și protecție a randamentelor celor două;
- ✓ Singura asociere identificată în **rândul motivațiilor** investiției pe piața de capital privește vârsta și mândria/egoul. Astfel, persoanele tinere și vârstnice (peste 65 de ani) aleg într-o mai mare măsură mândria/egoul ca motivație de importanță mare sau foarte mare în demersul lor investițional;
- ✓ Principala **sursă de informare** în decizia de tranzacționare este Internet-ul, secondat de analizele fundamentale de pe pagina SSIF (50% dintre investitori le studiază cel puțin frecvent) și rapoartele anuale ale companiilor emitente. Dacă în privința surselor primare nu se identifică diferențe semnificative din punct de vedere statistic, în cazul surselor secundare se observă că ele sunt mai puțin folosite de către cei nefamiliarizați cu noile tehnologii (vârstnicii și cei care nu utilizează platformele online). Din punctul de vedere fundamentării deciziei de cumpărare, rezultatele noastre arată că nivelul de sofisticare a investitorului român este superior celui din SUA (Leasa et al., 1974);
- ✓ **Randamentul (profitabilitatea) portofoliului** este influențat, în principal, de strategiile alese pentru fundamentarea deciziilor. Astfel, câștigătorii din acest punct de vedere sunt cei care utilizează informații din piață sau utilizează analiza fundamentală. Femeile gestionează portofolii cu un randament mai scăzut decât bărbații, iar investitorii cu experiență (așa cum era și normal) câștigă mai mult din tranzacțiile bursiere, decât cei neexperimentați.

B. Concluzii referitoare la trecerea de la tranzacționarea tradițională la cea online.

- ✓ Pe lângă beneficiile certe ale tranzacționării online, există și anumite dezavantaje ale acestui tip de tranzacționare (puncte slabe);
- ✓ Sunt mai prezenți online, investitorii tineri, bărbații, cei cu studii superioare și cei care au rezidența în mediul urban (fapt demonstrat atât în studiul factorilor care determină tranzacționarea online, cât și în cel asupra comportamentului investitorului de retail);

- ✓ Factorul timp este cel mai important factor decizional pentru investitorul de retail pentru trecerea la tranzacționarea online și în alegerea unei platforme de tranzacționare. Toate componentele referitoare la factorul timp (executarea rapidă și eficientă a ordinelor, posibilitatea vizionării evoluției portofoliului în timp real sau timpul scurt alocat efectuării propriilor tranzacții) ocupă locul 1 în topul elementelor care influențează investitorii să treacă la tranzacționarea prin internet;
- ✓ În căutarea unei platforme de tranzacționare online, investitorii sunt interesați în primul rând, de sisteme care să le ofere o executare rapidă și eficientă a ordinelor;
- ✓ Gradul înalt de sofisticare a investitorilor online este demonstrat de sursele de informare pe care le preferă (conform ambelor studii cei mai mulți subiecți iau decizia de a tranzacționa simboluri după rezultatele propriilor analize);
- ✓ Necesitatea perfecționării și actualizării constante a relației dintre SSIF și investitor, prin furnizarea de analize tehnice, analize fundamentale, notificări legate de oportunitățile oferite de piață, promovări de noi produse, noi facilități de tranzacționare etc., dar și prin identificarea nemulțumirilor clienților (reacție firească și de natură să activeze noi măsuri);
- ✓ În privința randamentului investitorului online față de perioada în care a fost asistat, datele studiului nostru contrazic rezultate din literatura de specialitate care susțin că un mare dezavantaj al trecerii la tranzacționarea online o reprezintă scăderea randamentului portofoliului. O posibilă explicație cauzală a acestei infirmări poate fi aceea că cei mai mulți respondenți au studii superioare, ceea ce-i face mai capabili să înțeleagă subtilitățile investițiilor pe bursă. Totodată, ponderea subiecților cu studii postuniversitare care au realizat randamente mai mari prin tranzacționarea online este peste cea așteptată. Subliniem că numărul mic de investitori care au răspuns anchetei noastre, precum și evoluția pieței la nivel global ar putea adăuga consistență diferențierii rezultatelor noastre de cele ale altor studii.

În ceea ce privește *motivațiile, sursele de informare și profitabilitatea* tranzacțiilor, rezultatele studiilor noastre empirice ne permit să evidențiem următoarele aspecte: a) mândria este o *motivație* de importanță foarte mare și mare în demersul investițional al tinerilor (26-35) și, surprinzător, vârstnicilor (peste 65 ani); b) principala *sursă de informare* în decizia de tranzacționare este internet-ul, secondat de analizele fundamentale de pe pagina SSIF și rapoartele anuale ale companiilor emitente (ceea ce denotă un nivel înalt de sofisticare a investitorului român); c) cele mai *profitabile* sunt acțiunile din categoria 1, urmate de cele de pe piața internațională, cele din categoria 2, produsele cu capital protejat, acțiunile din piața AeRO

și piața derivatelor; d) femeile gestionează portofolii cu un randament mai scăzut decât bărbații și investitorii cu experiență câștigă mai mult din tranzacțiile bursiere decât cei neexperimentați.

În legătură cu *decizia trecerii la tranzacționarea online*, se pare că majoritatea decidenților este formată din tineri, bărbați, cu studii superioare și din mediul urban. Timpul este cel mai important factor decizional pentru investitorul de retail în trecerea la tranzacționarea online și în alegerea unei platforme de tranzacționare. În căutarea unei platforme de tranzacționare online, investitorii sunt interesați, în primul rând, de sisteme care să le ofere o executare rapidă și eficientă a ordinelor. Surprinzător, randamentul portofoliului crește prin trecerea la tranzacționarea online (contrar rezultatelor altor studii întreprinse în plan internațional), iar randamentul portofoliului investitorilor online, anterior asistați de un ASIF pe o perioadă scurtă, este mai scăzut decât al celor care au fost asistați pe o perioadă mai lungă.

C. Concluzii referitoare la marketingul SSIF

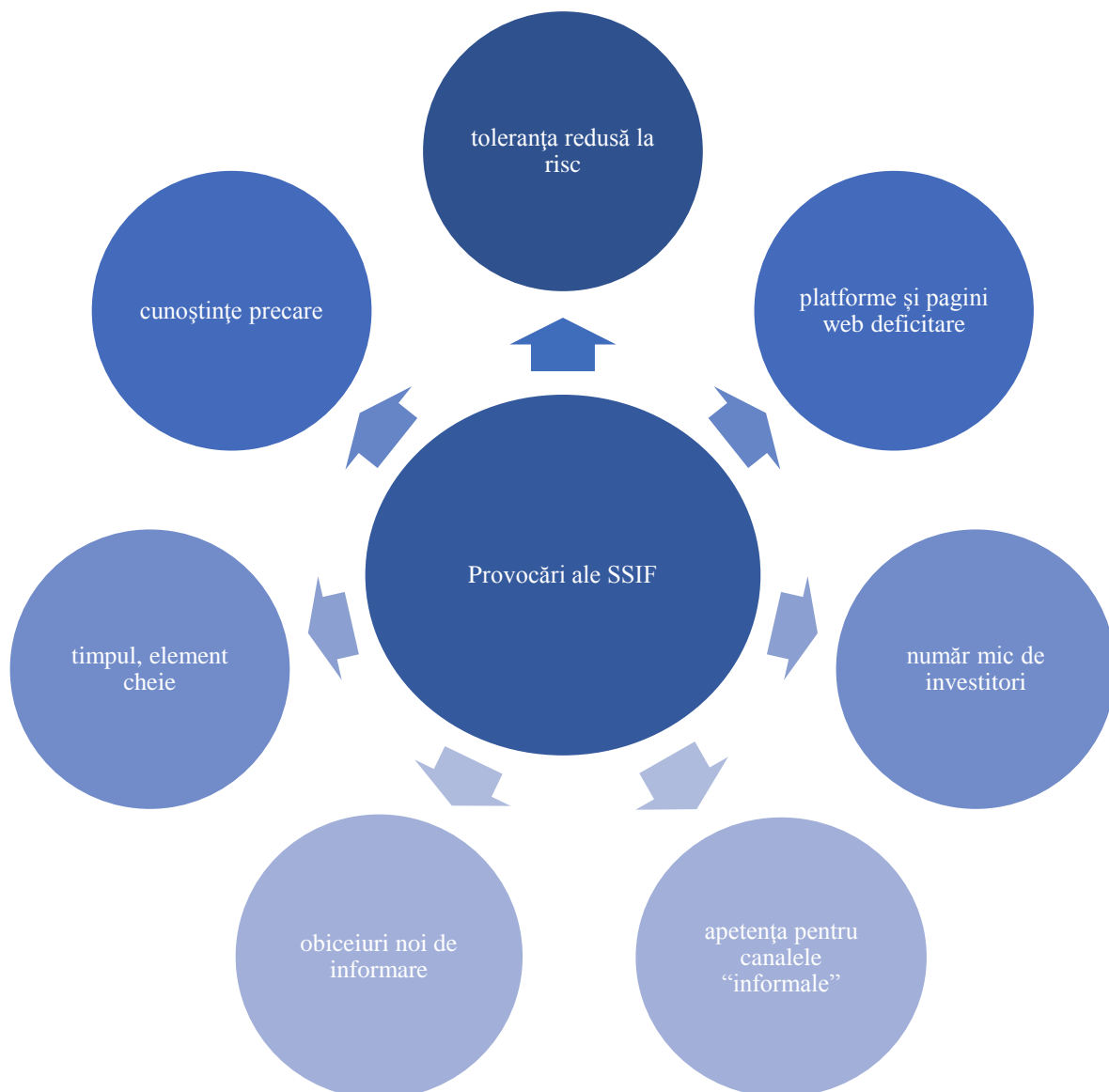
SSIF sunt o prezență activă a pieței bursiere din România, funcția lor principală fiind aceea de a face legătura între cererea și oferta de resurse financiare. Toate SSIF folosesc cele șapte componente ale *mixului de marketing*, specifice serviciilor (7 P). Concluziile noastre se referă doar la două componente ale mixului (asupra cărora s-a îndreptat atenția noastră): *plasamentul* prin intermediul platformelor de tranzacționare online și *promovarea* prin paginile web ale SSIF.

Referitor la *dezvoltarea platformelor de tranzacționare online*, operațiile bursiere online devin o prezență din ce în ce mai evidentă pe piață. De aceea, SSIF ar trebui să țină seama în proiectarea strategiilor de marketing, de realizarea unor platforme flexibile, adaptabile nevoilor și dorințelor investitorilor și susținute de capacitatea tehnologică de ultimă oră. Analiza întreprinsă de noi arată că *platformele de tranzacționare* ale SSIF necesită atenție deosebită în privința: *interactivității* cu vizitatorul (asistența non-stop, alerte etc.) și oferirii de informații legate de tipurile de ordine acceptate, produsele care se pot tranzacționa online, analize tehnice și fundamentale.

În ceea ce privește *paginile web ale SSIF*, din evaluarea noastră (de tip *ProfNET*) rezultă că scorul cel mai mare l-a obținut criteriul *conținutul paginii* (pe locul întâi fiind SSIF Broker), iar scorul cel mai mic - criteriul *navigabilitate*. Merită menționat faptul că asistăm la o schimbare de atitudine a SSIF în privința proiectării paginilor web: de la una rezervată în 2010, la una deschisă spre inovare în 2015 (exemplul SSIF Broker fiind edificator în acest sens).

Corolarul concluziilor tezei noastre își dorește să fie *conștientizarea de către SSIF a unui „ghem” de provocări* puternice referitoare la atitudinea lor față de comportamentul

investitorului de retail, proiectarea platformelor de tranzacționare online și a paginilor web, provocări sintetizate în următoarea Figură:



Limite și cercetări viitoare

Considerăm că limitele tezei noastre se corelează cu cadrul legislativ restrictiv și în continuă schimbare, accesul uneori greu la literatura și studiile de specialitate și reticenta unor manageri SSIF și unor investitori de retail invitați să colaboreze la realizarea studiilor empirice.

Astfel, confidențialitatea datelor de identificare a investitorilor de retail (prin semnarea contractului de colaborare cu SSIF și prin lege) a făcut imposibil accesul la vreo bază de date

cu numele acestora, iar obiectivitatea răspunsurilor referitoare la portofolii, experiența în tranzacționare sau cunoașterea termenilor specifici pieței bursiere etc. poate fi redusă (*mult mai redusă decât în cercetarea altor teme*).

Lipsa raportărilor *oficiale* despre volumul, structura și evoluția tranzacțiilor online a valorilor mobiliare (alte burse fac acest lucru) a împiedicat realizarea unei comparații între raportările *oficiale* și cele obținute de la respondenții studiului, precum și cu situația din alte țări europene. Astfel, nu s-a putut desprinde o concluzie pertinentă despre gradul de dezvoltare a acestei moderne forme de tranzacționare pe BVB și despre poziționarea României în UE din această perspectivă.

Condiționarea accesului la unele studii de specialitate (publicate de anumite baze de date cu literatura științifică sau de anumite organisme specializate) de plata unei taxe (relativ mari), a îngreunat studierea și valorificarea mai multor elemente semnificative pentru subiectul tezei.

În cazul studiului referitor la paginile web ale SSIF s-a putut cuprinde întreaga populație a SSIF din România. În schimb, eșantioanele sunt mici în cazul celor două „valuri” ale studiului referitor la caracteristicile investitorului de retail, precum și al studiului despre factorii deciziei de trecere de la tranzacționarea tradițională la tranzacționarea online. De aceea, este greu să generalizăm rezultatele obținute la întreaga populație a investitorilor de retail din România (de altfel, între studiile efectuate în România, doar unul are un eșantion mai consistent – Prognosis.ro-Capital Market, 2008). Din acest motiv, studiile noastre sunt, mai degrabă, „exploratorii”, sunt puncte de plecare spre cercetări viitoare.

Conștientizând și asumându-ne limitele de mai sus, ne propunem *continuarea cercetării*, pe următoarele *direcții*:

În privința *comportamentului de marketing al investitorului de retail* este provocatoare realizarea segmentării pieței bursiere din perspectiva tipurilor de clienți și a unui studiu comparativ al comportamentului investitorului român față de cel din alte țări europene.

Referitor la *comportamentul de marketing al SSIF* ar fi de mare interes: analiza strategiilor concurențiale și de cooperare ale SSIF („red ocean” și „blue ocean”); reevaluarea paginilor web ale SSIF, folosind același model, pentru desprinderea progresului sau regresului înregistrat față de 2010; realizarea unui studiu comparativ al paginilor web ale SSIF din România și state din UE (dezvoltate și foste țări socialiste) și identificarea punctelor forte și slabe ale SSIF din România. Pe baza acestora s-ar putea elabora strategii de marketing, care să „ușureze” alinierea României la condițiile impuse de UE pentru unificarea piețelor de capital.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

1. Adam, C., (2011), Marketing financiar-bancar, Ediția a 2-a, Editura Mirton, Timișoara
2. Akshay, R. R, Bergen, M. E. & Davis, S. (2000), How to fight a price war, disponibil la <https://hbr.org/2000/03/how-to-fight-a-price-war>, accesat 7/7/2015
3. Atanasiu, G. (2013), Mecanismul juridic al afacerilor bursiere - Teza de doctorat, Universitatea din București, Facultatea de Drept
4. Avery, C. & Zemsky, P. (1998), Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets, *The American Economic Review*, 88 (4), 724-748
5. Azzawi, L. & Kaczynska, M. (2011), Marketing mix in banking in the time of a global financial crisis, disponibil la: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:428816/fulltext01.pdf>, accesat la 16/05/2015
6. Badulescu R., (2008), Metode de evaluare a calității serviciilor publice ON-LINE, Institutul Național de Cercetare Dezvoltare în Informatică, Cercetări practice și teoretice în Managementul Urban, Anul 3, 8, disponibil la: www.um.ase.ro/no8/5.pdf, accesat în 2009
7. Bakos, Y. (1998), Towards Friction-Free Markets: The Emerging Role of Electronic Marketplaces on the Internet, *Communications of the ACM*, 41 (8), August, 35-42, disponibil la: <https://archive.nyu.edu/bitstream/2451/27839/2/CeDER-PP-1998-01.pdf>
8. Bakos, Y., Lucas, C. H., Oh, W., Simon, G., Viswanathan, S. & Weber B. (2005), The Impact of E-Commerce on Competition in the Retail Brokerage Industry, *Journal Information Systems Research archive*, 16 (4), 352-371
9. Balasubraman, S., Peterson, R.A. & Jarvenpaa, S. L. (2002), Exploring the Implications of M-Commerce for Markets and Marketing, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 30(4), disponibil la : jam.sagepub.com/content/30/4/348, accesat 2009
10. baldwinfinancialjournal.com/more_kids_corner, accesat 2009
11. Balling, M., Lierman, F. & Mullineux, A. (2003), Technology and Finance. Challenges for Financial Market, *Business Strategies and Policy Makers*, London, UK: Routledge
12. Barber, B. & Odean, T. (2000), Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *The Journal Of Finance* , LV (2), 773-806
13. Barber, B. & Odean, T. (2008), The Internet and the Investor, *Journal of Economic Perspectives*, (15), 41–54
14. Barber, B. & Odean, T. (2001), Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment, *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292, disponibil la https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/gender/BoysWil_IBeBoys.pdf, accesat 13/02/2015
15. Bartlett, S. & Chandler R. (1997), The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on, *British Accounting Review*, 29(3), p. 245 – 61, disponibil la www.sciencedirect.com/science/article/pii/S089083899690044X , accesat 2010
16. Beckmann, E. (2013), Financial Literacy and Household Savings in Romania, *Numeracy*: 6 (2), Article 9, disponibil la: DOI: <http://dx.doi.org/10.5038/1936-4660.6.2.9>;
17. Bellizzi, J. A. (2000), Drawing Prospects to E-Commerce Websites, *Journal of Advertising Research*, 41 (1/2), 43–53
18. Berkowitz, E.N., Kerin, R.A. & Rudelius, W. (1993), Marketing, Editura IRWIN, Boston
19. Bernhein, B. D. & Garnette, D. M. (1996), The Determinants and Consequences of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households, disponibil la www.nber.org/papers/w5667.pdf, accesat 2010
20. Bernstein, B. L. (1996), *Against the Gods The Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons, Inc., New York
21. Berthon, P., Hulbert, J.M. & Pitt, L.F. (1999), To serve or create? Strategic orientations toward customers and innovation, *California Management Review*, 37-58
22. Beyoglu, B. & Ivanov, M. (2008), Technical Analysis of Can Slim Stocks, disponibil la: www.wpi.edu/.../Technical_Analysis_of_CAN_SLIM_Stocks.pdf, accesat 2010
23. Bikchandani, S. & Sharma, S. (2000), Herd Behavior in Financial Markets, *IMF Staff Papers*, 47(3), 279-310
24. Bonsón E. & Escobar T. (2002), A Survey on Voluntary Disclosure on the Internet. Empirical Evidence from 300 European Union Companies, 2 (1), 27-51, diponibil la www.uhu.es/ijdar/10.4192/1577-8517-v2_2.pdf , accesat 2009
25. Bonsón-Ponte E., Virginia Cortijo-Gallego, Escobar-Rodriguez T., (2008), Web quality in Lithuanian financial institution: a comparison with the EU results, *Ekonomika*, 82, 31-40, disponibil la: www.leidykla.eu/fileadmin/Ekonomika/82/31-33.5.pdf accesat 2009
26. Bryman, A. & Bell, E. (2003), *Business Research Methods*, New York: Oxford University Press, New York

27. Camerer, C. F. & Loewenstein, G. (2002), Behavioral Economics: Past, Present, Future, disponibil la: www.hss.caltech.edu/~camerer/ribe239.pdf, accesat 2010
28. Carson, E., Ranzijn, R., Winefield, A. & Marsden, H. (2004), Intellectual Capital: Mapping Employee and Work Group Attitudes, *Journal of Intellectual Capital*, 5 (3), 443-463
29. Catană G. A. (1999), Marketing strategic: bazele strategice ale mixului de marketing. Produsul, prețul și distribuția, Volumul 1, U. T. Press
30. Catană G. A., Constantinescu A.D. & Catană D., (2006), Assessment of Romanian Banks E-Image: A Marketing Perspective, *Supliment Studia Oeconomica*, 36-59
31. Catană Gh. A., Catană D., Constantinescu Dobra, A. (2007), Assessment of Romanian hospitals' e image: A marketing perspective, *Acta Electrotehnica*, 48 (4), Special issue, Selected papers from the First international Conference on advancements of medicine and health care through technology, 27-29 Sept. 2007, *Mediamira*, 145-150
32. cdn2.hubspot.net/hub/53/file-13196188-pdf/docs/7-steps-to-jump-start-your-email-marketing-strategy-final.pdf , accesat 26/12/2014
33. Cetina, I. (2001), Marketingul competitiv în domeniul serviciilor, Editura Teora, București
34. Chandra, A. & Kumar, R. (2012), Factors Influencing Indian Individual Investor Behaviour: Survey Evidence, *Decision*, 39 (3), 141-167
35. Choi, J., Laibson, D. & Metrick, A. (2002), [How does the Internet affect trading? Evidence from investor behavior in 401\(k\) plans](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X02001307), *Journal of Financial Economics* 64 (3), 397-421, disponibil la: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X02001307>
36. cmrw.org/wp-content/uploads/2013/03/Facebook-Beginners-Guide.pdf accesat la 23/02/2015
37. conceptie.ro/5-strategii-de-marketing-online-promovare-site/, accesat la 05/01/2015
38. Constantinides, E. (2004). Influencing the online consumer's behavior: The web experience. *Internet Research*, 14(2), 111-126
39. Douglas Cumming, D., Johan, S. & Li, D. (2011), Exchange trading rules and stock market liquidity *Journal of Financial Economics*, 99 (3), 651-671
40. Davis, R., Buchanan-Oliver, M. & Brodie, R. (1999), Relationship marketing in electronic commerce environments, *Journal of Information Technology*, 14 (4), 319-331
41. D'Avolio, G., Gildor, E. & Shleifer, A. (2001), Technology, Information Production, and Market Efficiency, Harvard Institute of Economic Research Paper 1929
42. Debreceny R., Gray G. G. & Mock J.T. (2009), Financial Reporting Web Sites: What Users Want in Terms of Form and Content, *The International Journal of Digital Accounting Research*, 1(1), 1-23, disponibil la: www.uhu.es/ijdar/documentos/v1n1_1.pdf accesat 2010
43. Dechow, M. P., Hutton, A., Meulbroek, R. & Sloan, R. G. (2000), Short-sellers, fundamental analysis and stock returns, disponibil la: www.en.atfin.ru/Aretr.pdf, accesat 2010
44. Delis, D.M. (2011), Bank competition, financial reform, and institutions: The importance of being developed, *Journal of Development Economics*, 97 (2), 450-465, diponibil la: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304387811000575, accesat 02/04/2010
45. Donkers, A.C.D. & Melenberg, B. & Soest, A.H.O. (2001), Estimating Risk Attitudes Using Lotteries; A Large Sample Approach, disponibil la: arno.uvt.nl/show.cgi?fid=3843, accesat 2010
46. Dorn, D. & Huberman, G. (2005), Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do, *Review of Finance*, 9 (4) p. 437-481
47. Dragota, V. & Șerbănescu, V. (2010), Câteva indicii privind comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Rezultatele unei anchete, *Economie teoretică și aplicată*, XVII (1)(542), 5-16
48. Drăgan, J.C. & Demetrescu, M.C. (1996), Practica prospectării pieței. Tehnici de cercetare în marketing, București, Europa Nova
49. Dugan, I. J., (2014), Marketing blitz for online trading raises concerns Some detractors say ads make it look easy to gain a fortune in no time, *Journal Sentinel Inc.*
50. Edvinsson, L. & Malone, M.S. (1998), *Videnkapital*, Borsen Forlag, Copenhagen;
51. Ellis-Chadwick, F. & Doherty, N.F. (2012), Web advertising: The role of e-mail marketing, *Journal of Business Research*, 65(6), 843-848
52. Estelami, H. (2007), *Marketing Financial Services*, Dog Ear Pub., Cincinnati
53. Fama, E. F. (1965), The Behavior of Stock-Market Prices, *The Journal of Business*, 38 (1), 34-105

54. Fares, A.R., Khamis, F. G (2011), Individual Investors' Stock Trading Behavior at Amman Stock Exchange, *International Journal of Economics and Finance*, 3 (6), 128-134
55. Ferruz, L., Ortiz, F. & Vicente, L. (2002), A Utility Index Approach: empirical application to Investor Behaviour, disponibil la: www.fep.up.pt/conferencias/pfn2006/Conference%20Papers/515.pdf, accesat 2010
56. Fota, C. (1997), Comerț Exterior, Editura ALMA, Craiova
57. Gelos, R. G. & Wei, S.J. (2002), Transparency and International Investor Behavior, NBER Working Paper No. 9260, disponibil la www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02174.pdf, accesat 2010
58. George, C. G. (2000), Taking stock of online trading, *Praxis* 3 (1), 12-15
59. Gheorghe, A.D., Gogescu, A.R. & Duminiță, I. (2010), Magazinul online: Strategii și tehnici de marketing în perioadă de criză economică, *Revista de Marketing Online*, 4 (4), disponibil online la: www.edumark.ase.ro/RePEc/rmko/44/6.pdf, accesat 01/12/2014
60. Ghidul investitorului la bursă (www.Bvb.Ro)
61. Gitlow, H.S. (1987), Abortion services : Time for a discussion of marketing policies, *Journal of Marketing*, 42, 71-82
62. Gokhan Egri, G. & Bayrak, C. (2014), The Role of Search Engine Optimization on Keeping the User on the Site, *Procedia Computer Science*, 36, 335–342, disponibil la: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877050914013519>, accesat la 11/2/2015
63. Gordon, I.H. (1998), *Relationship marketing*, John Wiley & Sons, Ltd, Toronto.
64. Gronroos, C. (1983), From Scientific Management to Service Management A Management Perspective for the Age of Service Competition, disponibil la: https://www.iei.liu.se/fek/frist/722g60/grupernas_artiklar_och_presentationer/1.163364/http___www.emeraldinsight.com.lt.itag.bib.liu.se_Insight_ViewContentServlet_contentTypeArticleFilename_published_emeraldfulltextarticle_pdf_0850050101.pdf
65. Halek, M., Eisenhauer, J.G. (2001), Demography of risk aversion, *The Journal of Risk and Insurance*, 68 (1), 1-24, disponibil la: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.8454&rep=rep1&type=pdf>, accesat la 06/06/2015
66. Hawley, C.B., Clifford B. & Fujii, E.T. (1993), An empirical analysis of preferences for financial risk: further evidence on the Friedman-Savage Model, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2 (16), 20 – 24
67. Hoffman, D.L., Novak, T.P. & Chatterjee, P. (1996), Commercial scenarios for the Web: opportunities and challenges, *Journal of Computer Mediated Communication*, disponibil la: labeec.ufsc.br/~luis/egcec/artigosdoc/CE-comercial%20scenarios-hoffman.PDF, accesat 07/08/2014
68. Hruzova, B. (2009), Marketing Strategies during Financial Crisis A case study of ICA, Coop & Axfood, Master thesis, Halmstad University Section of Business and Engineering Master Program in International Marketing, disponibil la: <http://hh.diva-portal.org/smash/get/diva2:239765/FULLTEXT01>, accesat la 15/05/2015
69. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/pe.pdf>, accesat la 03/08/2011
70. http://tradedpedia.tradeville.eu/wiki/Price_earnings_ratio_PER., accesat la 03/08/2011
71. <http://www.bvb.ro/About/Presentation.aspx?t=1>, accesat la 08/08/2011
72. <http://www.cnvmr.ro/legislatie/regulamente/ro/2006.htm>, accesat 03/08/2010
73. <http://www.cnvmr.ro/pdf/normeeuropene/MiFID-Ghidul-Investitorului-RO.pdf>, accesat 03/08/2010
74. <http://www.insse.ro/cms/files/pdf/ro/cap2.pdf>, accesat la 06/07/2015
75. <http://www.insse.ro/cms/files/statistici/Statistica%20teritoriala%202008/rom/2.htm>, accesat la 06/07/2011
76. http://www.novinite.com/finart/Invest/investment_glossary.html, accesat 03/08/2011
77. <http://2012books.lardbucket.org/books/online-marketing-essentials/s04-introduction-to-emarketing.html>, accesat 1/12/2014
78. <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d11/d1172.pdf>, accesat 20.07.2015
79. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/glossary/index_en.htm, accesat la 8.08.2015
80. http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm accesat la 8.08.2015
81. <http://Romaniancopywriter.ro/social-media-România-2013/>, accesat 26/12/2014
82. <http://www.biziday.ro/2014/11/02/va-multumim-pentru-alegere/>
83. <http://www.bvb.ro/AboutUs/History> accesat 20/06/2015
84. <http://www.bvb.ro/info/BVB-pliant-piata-derivatelor-for-web.pdf>, accesat la 03/02/2015
85. http://www.bvb.ro/press/2014/comunicatde_presa_comun_BVB_DC_separare_T2_09102014.pdf, accesat la 03/02/2015
86. http://www.bvb.ro/press/2014/comunicatde_presa_comun_BVB_DC_separare_T2_09102014.pdf, accesat la 05/05/2015
87. <http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/Statistics/GeneralStatistics>, accesat la 12/05/2015

88. <http://www.capital.ro/capitalizarea-totala-a-bursei-de-la-bucuresti-a-scazut-cu-289-in-2014.html>, accesat la 1.08.2015
89. <http://www.cnvmr.ro/legislatie/regulamente/ro/2006.htm>, accesat la 02/05/2011
90. <http://www.comw.org/poc/0504.html>, accesat la 12/05/2015
91. http://www.dcnews.ro/actiunile-romgaz-au-crescut-intre-13-26-in-prima-zi-de-tranzactionare-la-bursa_388283.html, accesat la 03/02/2015
92. http://www.dcnews.ro/actiunile-romgaz-au-crescut-intre-13-26-in-prima-zi-de-tranzactionare-la-bursa_388283.html, accesat la 03/02/2015
93. <http://www.heritage.org/index/ranking>, accesat la 1.08.2015
94. http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/com_anuale/venituri%20si%20cheltuieli/ABF_2014r.pdf, accesat la 14/03/2015
95. <http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/alte/2015/Comunic%20ziua%20internationala%20a%20femeii.pdf>, accesat la 15/03/2015
96. http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/com_anuale/tic/tic_r2013.pdf, accesat 23/06/2014
97. http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/com_anuale/tic/tic_r2013.pdf, accesat 23/06/2014
98. <http://www.insse.ro/cms/files/statistici/Statistica%20teritoriala%202008/rom/2.htm>, accesat la 10/04/2010
99. <http://www.kmarket.ro/documentare> accesat la 15/06/2010
100. http://www.kmarket.ro/rapoarte/Prezentare_IPO_Romgaz.pdf, accesat la 2/02/2015,03/02/2015
101. http://www.kmarket.ro/rapoarte/Prezentare_IPO_Romgaz.pdf, accesat la 2/02/2015,03/02/2015
102. http://www.profnet.de/dokumente/2009/rptStudie_B_80_Welt.pdf accesat 2010
103. <http://www.recensamantromania.ro/rezultate-2/>, accesat la 12/03/2014
104. <http://www.tradeville.eu/despre-tradeville/de-ce-tradeville>, accesat 07/07/2014
105. <http://www.tradeville.eu/platforme/startrade-360/ordin-stop-garantat>, accesat la 05.05.2015
106. <http://www.trafic.ro/vizitatori/top-siteuri-stiri-massmedia/luna>, accesat 20/12/2014
107. <http://www.zf.ro/banci-si-asigurari/depozitele-bancare-au-facut-un-salt-de-aproape-20-in-ultimii-sapte-ani-economiile-populatiei-au-crescut-cu- peste-60-14160220>, accesat la 03/08/2015
108. <http://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/bursa-numara-investitorii-pe-degete-guvernul-si-criza-au-alungat-13-000-de-investitori-din-piata-8873279>, accesat 13/05/2015
109. <http://www.zf.ro/eveniment/romania-are-un-milion-de-actionari-adica-57-la-mia-de-locuitori-daca-numarul-lor-s-ar-dubla-romania-ar-avea-o-clasa-de-mijloc-13034054>, accesat la 14/03/2015
110. <http://www.zf.ro/zf-24/bursa-este-din-nou-pe-val-cea-mai-mare-crestere-de-conturi-noi-de-la-declansarea-crizei-in-2008-11260940>, accesat la 15/03/2015
111. <http://www2.bvb.ro/Investors/files/Survey%20H1%202014.pdf>, accesat la 10/01/2015
112. https://www.fundatiadinupatrici.ro/ro/media_room/stiri/243, accesat 2010
113. <https://reclamabusiness.wordpress.com/2012/12/>, accesat la 05/01/2015
114. <https://reclamabusiness.wordpress.com/2012/12/>, accesat 19/01/2015
115. Information Technology and the Organization of Securities Markets by Paul G. Mahoney fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0217.pdf
116. Ionescu, G. H., Ungureanu, D. V., Vilag, R. D. & Stoian, F. B. (2009), Financial contagion and investors behavior, *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 11 (1) 556 – 567
117. İmişiker, S., Özcan, R. & Taş, O.B.K. (2015), Price Manipulation by Intermediaries Emerging Markets *Finance and Trade*, 51(4), 788-797
118. Jain, M.K. (2013), An Analysis of Marketing Mix: 7Ps or More, *Asian Journal of Multidisciplinary Studies*, 1 (4), 23- 28, disponibil online www.ajms.co.in accesat 15/01/2015
119. Jobman D., Salcedo Y. & Depilla M. (2003) Online trading: What traders want; What brokers offer, ProQuest Central, 60
120. Johnsson, M., Lindblom, H., Platan, P. (2002), Behavioral Finance – And the Change of Investor Behaviour during and after the Speculative Bubble at the End of 1990, University essay from Lunds universitet/Department of Business Administration, disponibil la: www.metaformula.com/.../article_johnssonm_behaviouralfinance90s.pdf accesat în 2010
121. Jones, T. O. & Sasser W. E. (1995), Why Satisfied Customers Defect, *Harvard Business Review*, 73, 88-99
122. Kang, Y. (2003), Growth of On-line Trading, disponibil la: www.bseindia.com/downloads/GrowthofOn-lineTrading.pdf, accesat 29/07/2014

123. Kauffman, R.J., Subramani, M. & Wood, C.A. (2000), *System Sciences, Proceedings of the 33rd Annual Hawaii International Conference*, disponibil la <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.14.9729&rep=rep1&type=pdf>, accesat 15.02.2014
124. Kaufman B.E. (2015), Market competition, HRM, and firm performance: The conventional paradigm critiqued and reformulated, *Human Resource Management Review* 25 (1), 107–125, disponibil la: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1053482214000357, accesat 15/05/2015
125. Kim, S. (2000), *Customers' Use Of Electronic Commerce In Stock Trading And Effects On Relationship Outcomes*, A Dissertation, Submitted to Michigan State University
126. Kindleberger, P.C. & Aliber, R.Z. (2002), *Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises*, disponibil la <http://www.nowandfutures.com/large/Manias,Panics, andCrashes.pdf>, accesat la 15/06/2015
127. Kinleberger, Ch. (2000), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*
128. Koksall, M. H. & Ozgul, E. (2007), The relationship between marketing strategies and performance in an economic crisis. *Marketing Intelligence & Planning*, 25 (4), 326-342
129. Kotler, P & Armstrong, G, (2008), *Principiile Marketingului*, Ediția a IV-a, Editura Teora, București
130. Kushwaha, G.S & Agrawal, S.R. (2015), “An Indian customer surrounding 7P's of service marketing”, *Journal of Retailing and Consumer Services*, 22, 85–95
131. Lease, R.C., Lewellen, W.G. & Schlarbaum, G.G. (1974), The individual investor: attributes and attitudes, *Journal of Finance*, 29 (2), 413-38
132. Lovric, M., Kaymak, U., Spronk, J. (2008), *A Conceptual Model of Investor Behavior*, disponibil online <http://repub.eur.nl/pub/12468>, accesat 2010
133. Lucey, B.M. & Dowling, M.D. (2005), The role of feelings in investor decision-making, *Journal of Economic Surveys*, 19(2), 211–237, disponibil la: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.0950-0804.2005.00245.x/full>
134. Madhavan, A., (1996), Security prices and market transparency, *Journal of Financial Intermediation*, 5, 255-83
135. Madhavan, A., (2000), *In search of liquidity in the Internet era*, disponibil la https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/madhavan_revised.pdf, accesat 10/06/2014
136. Malkiel, B. G. (2003), The efficient market hypothesis and its critics, *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 59–82
137. Malmendier, U. & Shanthikumar, D. (2007), Are small investors naive about incentives?, *Journal of Financial Economics*, vol. 85(2), 457-489
138. Maver C. (2002), *Assessing the state of web site functionality in the financial services industry*, disponibil la: <https://www-935.ibm.com/services/au/index.wss/ibvstudy/igs/a1006330?cntxt=a1005024>, accesat 2009
139. Meghisan, G. & Stancu, I. (2008), *Managementul vânzării*, Editura Sitech, Craiova
140. Merikas, A. A., Merikas, A. G., Vozikis, G. S. & Prasad, D. (2004), *Economic Factors And Individual Investor Behavior: The Case Of The Greek Stock Exchange*, *Journal of Applied Business Research*, 20 (4), 93-98
141. Mitroi, A. & Stancu, I. (2007), *Finanțe comportamentale versus analiză tehnică și fundamentală*, disponibil la: store.ectap.ro/articole/176.pdf, accesat 2010
142. Monk, A., Carroll, J., Parker, S. & Blythe. M. (2004), Why are mobile phones annoying? *Behaviour and Information Technology*, 23 (1), 33–41
143. Muk, A.& Chung, C. (2015), Applying the technology acceptance model in a two-country study of SMS advertising, *Journal of Business Research*, 68 (1), 1-6, disponibil la: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296314001982/pdf?md5=46a790dc59b2e4440b4218dca80e0260&pid=1-s2.0-0148296314001982-main.pdf
144. Muñoz-Leiva, F., Sánchez-Fernández, J., Liébana-Cabanillas, F.J. & López-Herrera, A.G. (2012), Applying an automatic approach for showing up the hidden themes in financial marketing research, disponibil la: <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/2437.pdf>
145. Nastase, C. (2011), *Antreprenariat. Note de curs*, disponibil la: https://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0CDEQFjAD&url=http%3A%2F%2Fwww.seap.usv.ro%2F~carmenn%2Fcursuri%2FCurs%2520Antreprenariat%2520Master.doc&ei=sC7CVPqRMMO0UYS5gZgF&usq=AFQjCNEDognu_C_pOIW5w8czXksxI687bw&bv=bv.84349003,d.d24, accesat 14/05/2015
146. Ngoc, L.T.B. (2014), Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market, *International Journal of Business and Management* 9 (1), 1-16
147. Nielsen J. & Molich R., (1990), *Heuristic Evaluation of User Interfaces*, CHI 90 Proceedings, disponibil la: hci.cs.ait.ac.th/course/archives/nielsen-heuristic-chi90.pdf, accesat 2009

148. Nofsinger, J. R. (2008), *The Psychology of Investing*, Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education Inc.
149. Odean, T. (1999), Do Investors Trade Too Much?, *American Economic Review*, 89 1279-1298
150. Oh N. Y., Parwada J. T. & Walter T. S. (2007), Investors' trading behavior and performance: Online versus non-online equity trading in Korea, *Pacific-Basin Finance, Journal* 16, 26–43
151. Olbrys, J & Majewska, E. (2014), Direct Identification of Crisis Periods on the CEE Stock Markets: The Influence of the 2007 U.S. Subprime Crisis, *Procedia Economics and Finance*, Volume 14, 461–470
152. Olteanu V.&Vlad B., (2007), Comportamentul consumatorilor de produse și servicii financiare, *Revista de Marketing Online*, 1(4)
153. Pathmarajah, A., 1991, „Creativity in relationship marketing”, *The Singapore Marketer*, 1, 1, p. 14-17
154. Păun, C., Musetescu, R. C., Brașoveanu, I. V., Drăghici, A., Lupu, I., Predescu, I., (2007), Măsurarea aversiunii la risc a investitorilor de pe piața românească de capital, Proiect CNCIS, disponibil la: www.finint.ase.ro/cercetare.htm, accesat 2010
155. Păun, C., Musetescu, R. C., Brașoveanu, I. V., Drăghici, A. (2008), Empirical evidence on risk aversion for individual romanian capital market investors, *Economic and Business Studies*, 1, 91-101, accesat 2010
156. Petric, I. A. (2010) Romanian Demographic Factors And The Investments On Capital Market, disponibil la: anale.steconomieuoradea.ro/2010/11/11/nr-1-analele-universitatii-din-oradea-seria-stiinte-economice-tom-xix-iulie-2010
157. Petric, I. A. (2011), The Image Of Investment And Financial Services Companies In Www Landscape (World Wide Web), p. 748-753, *The Annals of University of Oradea, Economic Sciences*, 20 (1), disponibil la: anale.steconomieuoradea.ro/volume/2011/n1/098.pdf
158. Poepsel M. (2010), Is Your Website a Downside Risk? Why Web Performance Counts in Online Trading, disponibil la: www.wallstreetandtech.com/regulatory-compliance/showArticle.jhtml?articleID=226600278&pgno=2, accesat 2010
159. Prahalad, C. K. & Krishnan, M. S., (1999), The new meaning of quality in the information age, *Harvard Business Review*, 77(5), 109-118
160. Prognosis.ro - Capital Market Research, <http://www.comunicatedepresa.ro/printversion.php?cid=33305>, accesat 8/7/2015
161. Pruden, H.O. (1994), Individual behavior and mass psychology, disponibil la: www.hankpruden.com/telerate.doc, accesat 2010
162. Ratanjee,V. (2006), What Makes Stock Investors Tick?, *Business Journal*, disponibil la: <http://gmj.gallup.com/content/23563/what-makes-stock-investors-tick.aspx#>, accesat la 04/08/2011
163. Read, J. (2009), A Genealogy of Homo-Economicus: Neoliberalism and the Production of Subjectivity, *Foucault Studies*, 6, 25-36, February 2009, disponibil online <http://rauli.cbs.dk/index.php/foucault-studies/article/viewFile/2465/2463>, accesat la 10/10/2014
164. Riley, N. F. & Russon, M. G., (1995), Individual asset allocation and indicators of perceived client risk tolerance, *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 8 (1), 65-70
165. Roth, A.V. & Jackson, W.E. III. (1995), Strategic determinants of service quality and performance: Evidence from the banking industry, *Management Science*, 41(11), 1720-1733
166. Saini, A. & Johnson, J. (2005), Organizational Capabilities in E-Commerce: An Empirical Investigation of E-Brokerage Service Providers, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33 (3), 360-375
167. Salini, P. & Kanmani, S. (2011), A Model based Security Requirements Engineering Framework applied for Online Trading System, *IEEE-International Conference on Recent Trends in Information Technology*, disponibil la: delivery.acm.org/10.1145/2400000/2393238/p126-salini.pdf?ip=193.226.5.155&id=2393238&acc=ACTIVE%20SERVICE&key=223837E73163AEDA%2E3D8C577F7EC1004C%2E4D4702B0C3E38B35%2E4D4702B0C3E38B35&CFID=477629810&CFTOKEN=61913293&__acm__=1423330206_a0b60728994dc29328ecc9dbd6ba4289, accesat 30/06/2014
168. Scurtu, I. (2008), Dimensiunea ecologică a competitivității în economia contemporană, *Strategii manageriale*, 1(2), 7-13, disponibil la: www.strategiianageriale.ro/images/images_site/categorii_articole/pdf_categorie_36cbccb692e3f003c396b636ef42ce60.pdf, accesat la 7/08/2014
169. Shamah, R.A.M. (2013), A model for applying lean thinking to value creation, *International Journal of Lean Six Sigma*, 4 (2), 204 – 224
170. Shefrin, H. & Statman, M. (1985), The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 40 777-790, disponibil la: www.economia.unimib.it/DATA/moduli/7_6069/materiale/shefrin-statman-85.pdf, accesat 2010
171. Shefrin, H.M. & Thaler, R.H. (1988), The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, *Economic Inquiry*, 26, 609-643

172. Shiller, R. J. (1998), Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, Cowles Foundatin discussion paper nr. 1172, Cowles Foundation for Research in Economics Yale University, disponibil la: <http://cowles.econ.yale.edu/>
173. Shiller, R. J. (1997), Expanding the Scope of Individual Risk Management: Moral Hazard and Other Behavioral Considerations, *Economic Notes*, 26(2), 361–78, disponibil la: <http://cowles.econ.yale.edu/>
174. Singer, P. & Cacia, C. (2009), The Role of Web Investor Relations for Mitigating and Manage Stock Exchange Liquidity and Enterprise Risks, 9th Global Conference on Bussines & Economy, disponibil la: www.gcbe.us/9th_GCBE/.../Pierpaolo%20Singer,%20Claudia%20Cacia.do, accesat 2009
175. Slovic, P. & Weber, E. U. (2002), Perception of Risk Posed by Extreme Events Palisades, New York, disponibil la: <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/5461/perception%20of%20risk.pdf>, accesat 2010, 2011
176. Smith A. (2010), The Theory of Moral Sentiments, disponibil online la: <http://www.earlymoderntexts.com/assets/pdfs/smith1759.pdf>, accesat la 10/05/2015
177. Song, H., Zhang, M. & Xu, Z. (2009), Design and Implementation of Online Stock Trading System, International Conference on Computational Intelligence and Software Engineering Wuhan, China disponibil la: <http://ieeexplore.ieee.org/xpls/icp.jsp?arnumber=5364543>
178. Stanciu, S. (1999) Bazele generale ale marketingului, Editura Universității din București, București
179. Stănculescu, A., Mitrică, E. (2012), Testarea eficienței informaționale în formă slabă a pieței de capital românești, *Economie teoretică și aplicată*, 9, 16-24
180. Stewart, D.W. & Pavlou, P. A. (2002) From Consumer Response to Active Consumer: Measuring the Effectiveness of Interactive Media, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 30, 376, disponibil la www.uk.sagepub.com/chaston/Chaston%20Web%20readings%20chapters%201-12/Chapter%209%20-%2036%20Stewart%20and%20Pavlou.pdf
181. Stiglitz, J. E. (2002), Globalization and its disconnects, W.W. Norton & Company
182. Stiglitz, J.E. (2001), Globalization and Its Discontents disponibil la <http://digamo.free.fr/stig2002.pdf>, accesat la 23/06/2015
183. Stokes, R. (2009), E-marketing, The Essential Guide to Marketing in Digital World, disponibil la https://www.redandyellow.co.za/wp-content/uploads/16-Email-Marketing_Quirk-Textbook-5.pdf, accesat 10/12/2014
184. Sung, J. & Hanna, S. (1996), Factors related to risk tolerance, *Financial Counseling and Planning*, 7, p. 11-20 disponibil la <https://afcp.org/assets/pdf/vol-72.pdf>, accesat 2010
185. Taherdoost, H, Sahibuddin, S., & Neda, J. (2014), Features' Evaluation of Goods, Services and E-services; Electronic Service Characteristics Exploration, disponibil la: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212017313006610>, accesat la 15/05/2015
186. Tekçe, B. & Yılmaz, N. (2015), Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 5, 35-45, accesat 5.08.2015
187. Todea, A. (2002), Teoria piețelor eficiente și analiza tehnică: cazul pieței românești, *Studia Universitatis Babeș-Bolyai, Oeconomica*, Vol. XLVII (1), 107-117
188. Valta, P., (2012), Competition and the cost of debt, *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661–682, disponibil la: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X12000645, accesat la 07/08/2014
189. Vasilescu, C. & Vătu, M. (2004a), Puterea financiară și preferințele investitorilor persoane fizice pe piața de capital românească, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, 4 (76), VII, 17-22
190. Vasilescu, C. & Vătu, M. (2004b), Investitorii persoane fizice și comportamentul lor investițional pe piața de capital românească, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, 3 (75), VII, 31-33
191. Vasilescu, C. & Vătu, M. (2004c), Informațiile financiar-contabile și bursiere pe piața de capital românească, *Finanțe, Bănci, Asigurări*, 7 (79), VII, 28-34
192. Vásquez, G.A.N. & Escamilla, E.M. (2014), Best Practice in the Use of Social Networks Marketing Strategy as in SMEs, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 148, 533-542
193. Voss, C. (2000), Developing an eService strategy. *Business Strategy Review*, 11(1), 21-33
194. Wang, C., Sun, Q., Chee, S. L. (2005), The Behavior and Performance of Individual Investors in China, disponibil la: www.cfr.org.cn/cicf2005/paper/20050205142351.DOC, accesat 2010
195. Watson, C., McCarthy, J. & Rowley, J. (2013), Consumer attitudes towards mobile marketing in the smart phone era, *International Journal of Information Management*, 33 (5), 840-849, disponibil la: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0268401213000868

196. Wayland, R.E. & Cole, P.M. (1997), *Customer Connections: New Strategies for Growth Hardcover*, Harvard Business Review Press
197. Windham, L. & Orton, K. (2002), *The soul of the new consumer: The attitudes, behavior, and preferences of e-customers*, Allworth Press
198. Wright, P.M. & Kehoe, R.R. (2008), *Human resource practices and organizational commitment: A deeper examination*, *Asia Pacific Journal of Human Resources*, 46 (1), 6-20
199. Wydeveld, M. (1999), *Considerations in Explaining Investor Behaviour*, disponibil online www.sec-com.govt.nz/publications/documents/behaviour.shtml, accesat la 05/04/2010
200. Yasanallah, P. & Bidram, V. (2012), *Studying the Status of Marketing Mix (7Ps) in Consumer Cooperatives at Ilam Province from Members' Perspectives*, *Scientific Research an Academic Publisher*, 194-199
201. Yates, J. F., Lee, J. & Bush, J.G. (1997), *General Knowledge Overconfidence: Cross-National Variations, Response Style, and Reality*, *Organizational behavior and human decision processes*, 70(2), 87-94
202. Yeoh, K. (2010), *Environmental and Contextual Influences on Investors' Governance-related Behaviour*, Teza de Doctorat, disponibilă la: northumbria.openrepository.com/northumbria/bitstream/10145/113659/1/yeoh.ken_phd.pdf, accesat 2010
203. *** Legea 31/1990 disponibil [http://www.afsec.ro/reference%20files/legea %2031_1990.pdf](http://www.afsec.ro/reference%20files/legea%2031_1990.pdf), accesat 2014
204. *** Legea 297/2004 disponibil www.cnvmr.ro/pdf/legi/ro/Legea-297-2004.htm, accesat la 20/02/2010, 03/08/2011
205. *** Legea 58/1991 disponibil <http://www.asfRomânia.ro/> accesat la 10/10/2014
206. *** Monitorul Oficial 571/29 iunie 2004
207. *** Regulamentul CNVM 3, 2002, disponibil www.asfromania.ro
208. *** Regulamentul CNVM nr. 11/28.09.2005, disponibil www.asfromania.ro
209. *** Regulamentului CNVM 32 din 2006, disponibil www.asfromania.ro
210. ***pRomania in cifre, Breviar statistic, (2009), disponibil la www.insse.ro/cms/files/publicatii/Romania%20in%20cifre%202009.pdf