



**UNIVERSITATEA BABEŞ – BOLYAI
CLUJ-NAPOCA**



**FACULTATEA DE ŞTIINŢE ECONOMICE ŞI
GESTIUNEA AFACERILOR
DEPARTAMENTUL DE ECONOMIE POLITICĂ**

TEZĂ DE DOCTORAT

- REZUMAT -

PARADOXURILE BURSELOR DE VALORI MODERNE

Coordonator ştiinţific :

Prof.univ.dr.Gheorghe CIOBANU

Doctorand: Ioana-Cristina SECHEL

Cluj-Napoca

2012

UNIVERSITATEA BABEȘ – BOLYAI
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA
AFACERILOR
DEPARTAMENTUL DE ECONOMIE POLITICĂ

TEZĂ DE DOCTORAT
- REZUMAT -
PARADOXURILE BURSELOR DE
VALORI MODERNE

Coordonator științific :

Prof.univ.dr. Gheorghe CIOBANU

Doctorand: Ioana-Cristina SECHEL

Cluj-Napoca

2012

Structura tezei de doctorat

LISTA DE ABREVIERI, PRESCURTĂRI ȘI SIMBOLURI

LISTA FIGURILOR

LISTA TABELELOR

Introducere

1. Cadrul general al existenței burselor de valori moderne

- 1.1. Bursa și economia reală
- 1.2. Principii de funcționare ale burselor
- 1.3. Reglementare, dereglementare și control pe piețele financiare
- 1.4. Efectul demonetizării aurului în funcționarea burselor
- 1.5. Consecințe ale efectului de levier
- 1.6. Concluzii

2. Piețele financiare moderne

- 2.1. Actorii piețelor financiare
- 2.2. Piața acțiunilor
- 2.3. Piața obligațiunilor
 - 2.3.1. Clasificarea obligațiunilor în funcție de rata dobânzii
- 2.4. Piața indicilor bursieri
 - 2.4.1. Principii de determinare a indicilor bursieri
 - 2.4.2. Tranzacționarea indicilor bursieri
- 2.5. Piața produselor derivate
 - 2.5.1. Contractele forward
 - 2.5.2. Contratele futures
 - 2.5.3. Contractele pe opțiuni
 - 2.5.4. Piața tranzacțiilor SWAP
 - 2.5.5. Produse derivate exotice
- 2.6. Riscurile asociate tranzacțiilor la bursă
 - 2.6.1. Manipularea pieței
 - 2.6.2. Categoriile de riscuri
- 2.7. Utilizarea modelelor Markowitz și CAPM în diversificarea riscului
- 2.8. Teorii ale piețelor financiare
 - 2.8.1. Teoria piețelor eficiente
 - 2.8.2. Teoria reflexivității
 - 2.8.3. Analiza comparativă a celor două teorii
- 2.9. Agențiile de rating financiar și influența lor asupra investițiilor bursiere
 - 2.9.1. Corelarea acțiunilor investiționale cu publicarea ratingurilor

2.9.2. Efectul schimbării ratingului asupra prețului obligațiunilor

2.10. Concluzii

3. Caracteristici ale burselor de valori moderne

3.1. Schimbarea raporturilor de forțe între diverse burse

3.2. Rolul ingineriilor financiare: între inovare și toxifiere

3.3. Caracteristici ale burselor din țările emergente – BRICS

3.4. Concluzii

4. Bursa ca generator al capitalului fictiv

4.1. Premisele apariției și expansiunii bulei speculative

4.2. Evenimente premergătoare crizei din 2007

4.3. Crizele văzute cu ajutorul indicelui Dow Jones Industrial Average

4.4. Învățămintele pentru omenire

4.5. Concluzii

5. Paradoxuri ale burselor moderne

5.1. Anomalii în tranzacționarea instrumentelor financiare prin intermediul burselor de valori

5.1.1. Anomalii calendaristice

5.1.2. Anomalii tehnice

5.1.3. Anomalii fundamentale

5.1.4. Alte anomalii în tranzacționarea instrumentelor financiare

5.2. Elemente legate de comportamentul investițional

5.2.1. Neuroeconomia și implicațiile acesteia în luarea deciziei de investire

5.2.2. Influența factorilor subiectivi văzută din perspectiva investitorilor și a brokerilor activi în piață, în luarea deciziei de investire

5.2.3. Asimetria informațională

5.3. Cultura investițională

5.3.1. Aversiunea față de risc

5.4. Studiu de caz asupra culturii investiționale a brokerilor din România

5.5. Concluzii

Concluzii finale

Referințe bibliografice

ANEXA 1

Cuvinte cheie: paradoxuri bursiere, investiții pe bursă, caracteristici ale burselor de valori moderne, capital fictiv, efectul lunii ianuarie, efectul sfârșitului de lună, efectul sfârșitului de săptămână, valoarea, efectul de talie, neuroeconomia, asimetria informațională, cultura investițională, aversiunea față de risc.

Introducere

În zilele noastre, piața financiară reprezintă o realitate ce poate fi întâlnită în orice economie modernă. Piața financiară este necesară în cadrul oricărei economii, aceasta fiind în special caracterizată de un deosebit dinamism dar și inovație. Aceasta trebuie să se afle într-o continuă adaptare la mediul economic însă mai mult decât atât, ea poate influența în mare măsură mediul economic din țara (economia) în care acționează.

Piața financiară respectiv piața de capital oferă nenumărate oportunități de câștig pentru actorii lor, dar în egală măsură generează și riscuri pentru toate categoriile de participanți.

Identificarea așa numitor paradoxuri ale burselor de valori, a modalității de formare a fiecăruia, a factorilor de influență a elementelor care formează astfel de paradoxuri și impactul adus asupra pieței și diverșilor participanți la aceasta, reprezintă o adevărată provocare. O eventuală delimitare a câtorva discordanțe ale practicii respectiv realității economice de teoria economică de specialitate, ar putea avea rezultate neașteptate pentru aceasta din urmă, unele din aceste rezultate putând avea argumente solide în legătură cu fundamentele teoriei economice de specialitate.

Alegerea subiectului cercetării – Paradoxurile burselor de valori moderne – precum și a domeniului de interes – Economie și Afaceri Internaționale – o argumentăm prin aceea că aria de cercetare în domeniul pieței de capital în România are încă o experiență fragedă, relevanța unor cercetări în acest domeniu putând fi considerată prioritară în dezvoltarea economiei românești și nu numai. Aceste aspecte relevă *importanța cercetării*. În ceea ce privește practica în domeniul pieței de capital, cei mai vechi practicanți au în momentul de față o experiență de circa 17 ani în piața de capital românească, având în vedere faptul că Bursa de Valori București a redevenit operațională în luna octombrie a anului 1995.

Teza de doctorat se dorește a fi axată pe studiul piețelor financiare în ansamblul lor și pe principiile considerate de bază în funcționarea burselor de valori. *Scopul* tezei de doctorat este acela al cercetării paradoxurilor burselor de valori, fenomene ce contravin teoriei economice de specialitate, și a tendințelor existente în domeniu cu referire la situația reală din piețele financiare. Avem în vedere atât problemele și anomaliile întâmpinate la nivel macroeconomic în acest domeniu de cercetare, cât și cauzele care au determinat apariția unor astfel de practici în mediul investițional internațional.

În partea finală a tezei, supunem atenției un studiu de caz efectuat pe baza unor răspunsuri ale câtorva persoane active în piața bursieră din România și numai. Analizăm astfel practicile, tendințele și discrepanțele ce apar în mediul investițional. Pentru acest

deziderat am utilizat metoda chestionarului, cu scopul de a obține date relevante de la brokeri autorizați atât pe piața românească cât și pe cele internaționale.

Ipoteza de lucru pentru cercetarea științifică în acest domeniu se referă la existența unor discrepanțe majore în evoluția economiei reale pe de o parte, și evoluția piețelor financiare, pe de altă parte. Considerăm pentru moment, că aceste discrepanțe majore sunt generate în principal de diferențele de interpretare a diverșilor participanți la piața financiară, respectiv participanți în economia reală, pentru diversele fenomene economice sau de altă natură. O altă ipoteză pe care o lansăm cercetării noastre, este legată de necesitatea sau oportunitatea formării așa numitelor baloane speculative pe piețele financiare, acestea fiind direct legate de ciclurile economice firești, ce survin pe parcursul unei perioade de timp, în economie.

Ca și *metode de cercetare* științifică, am utilizat atât inducția cât și deducția, pentru observarea fenomenelor cercetate, pentru explicarea acestora din punct de vedere al relațiilor de dependență dintre factorii generatori ai fenomenului și fenomenul în sine, respectiv pentru verificarea în ce măsură rezultatele cercetării științifice se mulează pe ipotezele propuse inițial. Inducția presupune formarea unor ipoteze după o analiză a datelor empirice, putându-se astfel ajunge la o concluzie respectiv o teorie, care evoluează de la particular spre general. În mod invers, deducția verifică validitatea teoriilor și evoluează de la general la particular.

Ca *direcții viitoare de cercetare*, pe care prezenta tema ni le deschide se numără: neuroeconomia și luarea deciziei de investire, inovațiile financiare și dinamica acestora în funcție de necesitățile participanților la piață, precum și piața bursieră din România și evoluția sa având în vedere faptul că aceasta este încă la început de drum.

Prezenta teză de doctorat a fost realizată în cadrul proiectului:



Investește în oameni!

Proiect cofinanțat din Fondul Social European prin Programul Operațional Sectorial pentru Dezvoltarea Resurselor Umane 2007 – 2013

Axa prioritară: 1 „Educația și formarea profesională în sprijinul creșterii economice și dezvoltării societății bazate pe cunoaștere”

Domeniul major de intervenție: 1.5 „Programe doctorale și postdoctorale în sprijinul cercetării”

Titlul proiectului: „Studii doctorale inovative într-o societate bazată pe cunoaștere”

Cod Contract: POSDRU/88/1.5/S/60185

Beneficiar: Universitatea Babeș - Bolyai

1. Cadrul general al existenței burselor de valori moderne

În condițiile unei economii mondiale în continuă schimbare ca urmare a inovațiilor permanente mai ales din domeniul investițiilor financiare, bursele de valori au rolul de a asigura premisele unei stabilități financiare. Această stabilitate se poate construi atâta timp cât bursa oferă credibilitate participanților. Văzută generic, credibilitatea este o sintagmă foarte simplă, însă pentru ca aceasta să poată fi asociată bursei de valori, trebuie să îndeplinească o serie de condiții, respectate o multitudine de reguli și reglementări și mai mult decât toate, trebuie ca fiecare actor din piața bursieră să dea dovadă de o moralitate deosebită. Doar în aceste condiții bursa va putea oferi credibilitate participanților. Derivată din aceasta este încrederea pe care actorii pieței o manifestă față de activitatea bursieră, iar acest lucru se vede cel mai bine în volumele de tranzacționare ale fiecărei burse de valori.

Pentru că pe bursă se tranzacționează valori "simbolice", aceasta trebuie să asigure întotdeauna o corelare cât mai adecvată cu economia reală, astfel încât să poată fi asigurată o stabilitate financiară și un echilibru între cele două. Momentele de dezechilibru între cele două se văd cel mai bine atunci când datorită unui entuziasm excesiv în piața bursieră se creează așa-numitele baloane speculative, care odată sparte revarsă în economia reală haosul și panica. Ideal ar fi identificarea punctului în care bursa se îndepărtează oarecum de economia reală (în momentele de formare a baloanelor speculative) și luarea unor măsuri care să contracareze posibilele efecte negative ce pot rezulta.

Principalul scop al funcționării burselor de valori este acela al mobilizării capitalurilor într-o economie, respectiv de distribuire a capitalurilor către cele mai profitabile domenii. Pe lângă aceasta, putem spune că bursa reprezintă cel mai bun loc de întâlnire al informațiilor, oricare ar fi proveniența acestora, macroeconomice, de la nivel național sau cele care fac referire la emitenți. Pe baza tuturor acestor informații disponibile în piață se fac diverse analize cu scopul de a anticipa evoluția viitoare a economiei și în speță a bursei. Nu scăpăm însă din vedere și faptul că bursa este cel mai propice loc de formare a crizelor financiare și a bulelor speculative, a căror consecințe se pot răsfrânge în economia reală și care pot avea un impact semnificativ asupra economiei mondiale per ansamblu.

Încrederea investitorilor în bursă și în evoluția acesteia reprezintă subiectul de studiu al multor cercetători din acest domeniu. Pentru marea majoritate a burselor, se realizează diferite rapoarte de analiză a sentimentului investitorilor vis-a-vis de bursă și evoluția acesteia. S-a dovedit faptul că sentimentul investitorilor este corelat direct cu evoluția de

ansamblu a bursei, astfel dacă sentimentul investitorilor este la cote ridicate, cotațiile bursiere sunt parte ale unui trend ascendent, în timp ce dacă sentimentul investitorilor este la un nivel scăzut, atunci și evoluția bursei se înscrie unui trend descendent. În determinarea așa-numitului "sentiment al investitorilor" sunt luate în considerare speranțele acestora pentru evoluția diferitelor active listate la bursă, pentru mai multe perioade de timp. Determinarea se bazează pe analiza răspunsurilor investitorilor la un chestionar periodic care pune în evidență cele mai relevante aspecte ale bursei la un moment dat. Așadar, acest sentiment este de natură să dea o imagine asupra optimismului respectiv pesimismului manifestat de participanți cu privire la evoluția viitoare a bursei.

Reglementarea se referă la o formă de supraveghere din partea unor instituții financiare care trasează anumite restricții respectiv cerințe pentru participanții la piața financiară, astfel încât să poată fi asigurată integritatea sistemului financiar. Spre deosebire de aceasta, dereglementarea se referă la situația în care autoritățile statelor își reduc voit rolul lor în piață astfel încât să se asigure o mai mare libertate acesteia. Tocmai din această cauză, asociat noțiunii de dereglementare regăsim deseori pe cea de liberalizare a piețelor. Controlul pe piața financiară, este asimilat practic noțiunii de dereglementare, atâta timp cât instituțiile financiare care exercită o supraveghere a pieței, sunt în măsură să exercite și control asupra pieței. În ceea ce privește reglementarea pe piața financiară, cel mai important obiectiv al acesteia din punctul nostru de vedere, este acela al asigurării stabilității financiare. O stabilitate financiară este de dorit pe orice piață pentru că aceasta contribuie la consolidarea sistemului financiar per ansamblu. Unul din scopurile reglementării este de a asigura încredere participanților pe această piață, prin aceasta confirmându-se obiectivul menținerii încrederii în sistem respectiv de asigurare a stabilității financiare. Mai mult decât atât, reglementarea în piața financiară a venit ca măsură a statelor vis-à-vis de reducerea fraudelor financiare și a practicilor ilicite.

Din punctul nostru de vedere, demonetizarea aurului respectiv dematerializarea monedei reprezintă elementul în jurul căruia a început modernizarea burselor lumii (în anii 80). Impulsul dat de dematerializarea monedei a dat frâu liber și inovațiilor din domeniul financiar, ideea ca orice instrument tranzacționat la bursă să aibă în spate un activ real atât fizic cât și ca valoare, a fost abolită. S-a trecut așadar la noțiunea de activ financiar care stă la baza creării unor noi instrumente financiare care sunt tranzacționate la bursă și care sunt create în concordanță cu necesitățile pieței.

Efectul de levier este cel care a transformat o mulțime de investitori bogați în oameni săraci, dar și o mulțime de investitori săraci în oameni cu adevărat bogați. Tocmai datorită

acestui aspect, efectul de levier este considerat un element fundamental pentru întreaga piață a derivatelor financiare respectiv a produselor hibrid.

Efectul de levier poate fi definit ca fiind ”utilizarea capitalului de investiții într-un mod prin care o cantitate mică de bani să permită investitorului să controleze o valoare relativ mare” (Drakoln, 2002, p. 33). Efectul de levier îl mai găsim în literatură și sub denumirea de *potențare de randament*, acesta permițând obținerea unor profituri sporite prin utilizarea unor capitaluri împrumutate în completarea celor proprii (Reuters, 2001, p. 55). Acesta permite participanților la piață să realizeze tranzacții de valori mai mari decât și-ar putea permite în mod normal, pe o piață la vedere. Tranzacționarea în marjă poate genera profituri colosale, datorită efectului de levier, însă în egală măsură poate genera și pierderi imense, din același motiv.

Cap 2. Piețele financiare moderne

Definirea piețelor financiare reprezintă încă un subiect controversat atât în mediul academic cât și în cel de afaceri. Aceasta, pentru că noțiunea piețelor financiare se confundă deseori cu cea a piețelor de capital. Elementele ce mențin această controversă, se referă la aria de cuprindere a celor două concepte respectiv la specificul fiecărui stat în care acestea se regăsesc. În literatura de specialitate s-au conturat două concepții care se referă la piața de capital, și anume concepția anglo-saxonă și concepția continental-europeană.

Potrivit concepției anglo-saxone, piața financiară este formată din piața de capital și piața monetară, la care se adaugă piața asigurărilor. Așadar, potrivit acestei concepții piața financiară include piața de capital, însă reciproca nu poate fi adevărată. Piața de capital se mai poate numi, în acest caz și piața instrumentelor financiare, aceasta asigurând investirea capitalurilor pe termen mediu și lung. Spre deosebire de piața de capital, piața monetară asigură atragerea și plasarea de capitaluri pe termen scurt.

Potrivit concepției continental-europene, piața de capital este formată din piața monetară, piața ipotecară și piața financiară. În acest caz, piața monetară este reprezentată de piața capitalurilor pe termen scurt și mediu. Piața ipotecară este specifică finanțării construcțiilor de locuințe; în cadrul acesteia acționează și organisme care acordă împrumuturi sub forma creditului ipotecar. Potrivit acestei concepții, piața financiară se identifică cu piața capitalurilor pe termen lung.

Principalul deziderat al piețelor financiare constă în plasarea instrumentelor financiare (valori mobiliare) deținute de o parte a participanților care se află în căutare de capital, aceștia

fiind reprezentanți ai ofertei de valori mobiliare, către posesorii unor excedente de capital, aceștia din urmă fiind reprezentanți ai ofertei de capital. Bursele de valori fac posibilă întâlnirea dintre cele două categorii de participanți (reprezentanți ai cererii respectiv ai ofertei) având astfel loc o negociere care în final se poate solda cu încheierea unei tranzacții, satisfăcându-se astfel nevoile lor.

În mod uzual, investitorii sunt împărțiți în trei categorii, astfel (Bako D. E., 2006, p. 35): instituțiile financiare respectiv investitorii instituționali, societățile comerciale și persoanele fizice. Într-o clasificare mai simplă a investitorilor pe piața financiară, ne rezumăm în a împărți investitorii doar în două categorii, și anume: investitori persoane fizice și investitori instituționali, aceștia din urmă incluzând și societățile comerciale.

Dintre toate componentele pieței financiare, piața acțiunilor este cea mai cunoscută, atât de către participanții la aceasta cât și de persoanele care nu au nici o legătură cu domeniul investițional. Aceasta datorită mediatizării intense în reviste sau ziare de specialitate a posibilităților prin care societățile își pot finanța activitatea curentă, prin intermediul pieței acțiunilor dar și datorită amplitudinii pe care această piață a cunoscut-o de-a lungul timpului.

Piața acțiunilor are la bază titlurile emise de către societățile pe acțiuni. Crearea și dezvoltarea societăților pe acțiuni este considerată de unii autori (Ciobanu, 1997, p. 113) ca fiind cea mai mare descoperire a timpurilor moderne, iar acțiunile sunt considerate titlurile financiare care au stat la baza primelor schimburi în piața financiară.

Piața obligațiunilor este o componentă foarte importantă a pieței financiare care utilizează capital pe termen lung. Aceasta este o piață dezvoltată putându-se compara foarte bine cu cea a acțiunilor, din punctul de vedere al valorilor tranzacționate. În cadrul marilor piețe bursiere dezvoltate, acest lucru este un fapt, nu este însă și cazul României, care a început finanțarea prin împrumut obligatar doar în anul 1997. Practica financiară mondială a demonstrat că obligațiunile sunt instrumente financiare frecvent utilizate, iar în cadrul piețelor dezvoltate, ponderea valorii tranzacțiilor cu obligațiuni fiind apropiată de cea a tranzacțiilor cu acțiuni.

Indicii bursieri respectiv tranzacțiile cu aceștia, țin cel puțin pe timp de criză prima pagină a publicațiilor de profil, pentru că acestea au generat pe lângă câștiguri imense pentru o mică parte a participanților la piață, și pierderi la fel de mari pentru cei mai mulți participanți. Indicii bursieri sunt utilizați deopotrivă de traderi ai societăților de intermediere financiară, de dealeri, brokeri, investitori individuali dar și corporații sau guverne. Apariția indicilor bursieri a fost rezultatul materializării unei necesități din partea participanților la piață, astfel încât aceștia să poată urmări cu ajutorul unui singur produs evoluția de ansamblu

a unei piețe. Principalul argument care a stat la baza apariției indicilor bursieri a fost tocmai acesta, al posibilității folosirii unui singur produs financiar, care să reflecte dinamica mai multor titluri și care să evidențieze cât mai fidel evoluția generală a pieței.

Inovația în domeniul financiar și mai ales în cel al tranzacțiilor cu instrumente derivate a făcut posibilă tranzacționarea inclusiv a indicilor bursieri în sine. Primii care au reglementat tranzacționarea indicilor bursieri au fost americanii (Ciobanu, 1997, p. 210) între anii 1982 și 1984. Cel mai important avantaj al contractelor pe indici constă în faptul că permit investitorilor ca utilizând un singur produs financiar (uneori realizând o singură tranzacție futures sau options) să poată cumpăra sau vinde un coș de titluri datorită componenței indicelui respectiv.

Fenomenul care a făcut posibilă apariția unor produse derivate financiare este inovația financiară, prin care se crează noi produse financiare (Stoica, 2006). Aceste noi produse sunt considerate exotice până în momentul în care tranzacționarea lor va fi accesibilă unei părți mai mari a participanților, respectiv volumul tranzacționat pe acestea va crește substanțial. Ne referim așadar la inovațiile din domeniul produselor, și nu la inovații de sistem, inovații de procese sau altele. Din acest punct de vedere, piața financiară a devenit tot mai atractivă pentru investitori, pentru că numărul și diversitatea instrumentelor investiționale destinate acoperirii riscului, transferului riscului, speculației, arbitrajului, a crescut mult.

Riscul, ca și concept asociat tranzacțiilor bursiere, este unul foarte complex, care se poate manifesta în diverse moduri precum falimentul societăților listate la cota bursei, schimbări majore ale legislației privind tranzacțiile cu instrumente financiare, crize (crahuri) pentru acțiuni, modificări ale politicii monetare, etc. Riscul există în orice domeniu și este omniprezent. În sens larg, acesta reprezintă probabilitatea de a pierde ceva. Transpus pieței financiare, riscul reprezintă posibilitatea ca investitorii să obțină mai puțin decât au estimat atunci când au inițiat o tranzacție. De multe ori, cei mai optimiști dintre investitori estimează că vor obține prin tranzacțiile lor o rentabilitate mare cu asumarea unui risc minim, sau în unele cazuri chiar fără risc. Din păcate, acest lucru este foarte dificil de obținut, dacă nu chiar imposibil.

Majoritatea deciziilor investitorilor la bursă sunt luate în condiții de risc. Astfel, riscul este elementul central în jurul căruia se construiește întreaga decizie de investire. Probabilitatea respectiv posibilitatea de manifestare a riscului, face ca decizia în domeniul investițional să devină dificil de luat. Fiecare investitor are propria sa scară de evaluare a riscului pentru investițiile vizate. Tocmai din această cauză, o investiție riscantă pentru o anumită categorie a investitorilor poate fi considerată de alții una cu un risc asociat scăzut.

Cea mai comună metodă de evaluare a unei investiții riscante, presupune conștientizarea celor implicați în luarea deciziei de investire, respectiv cunoașterea efectelor ce pot rezulta în urma producerii unui eveniment nedorit.

Una dintre caracteristicile pe care nici o piață bursieră nu și le dorește a-i fi asociată este aceea că, aceasta poate fi ușor manipulată. Acest lucru se poate întâmpla datorită legislației deficitare în domeniu, dar și datorită incompetenței autorităților de supraveghere. Desigur, fenomenul este încă unul foarte controversat. Unii autori (Dușescu, 2008) consideră că pe orice piață pe care acționează legea cererii și a ofertei este posibil, și chiar probabil să intervină tentative de manipulare a prețurilor, astfel încât diverșii actori ai pieței, inițiatorii acestei influențe, să aibă de câștigat.

În ceea ce privește formarea unei teorii fundamentale, care să caracterizeze piețele financiare, de-a lungul vremii, au existat mai multe puncte de vedere. Începând cu anii '70, Eugene Fama a realizat câteva studii cu privire la acest aspect al piețelor financiare și eficiența lor, fiind urmat de alții precum Jensen sau Grossman ceva mai târziu. Toți aceștia au abordat o temă extrem de interesantă și anume, eficiența de care dau dovadă piețele financiare. Eficiența asociată pieței financiare poate avea două conotații (Bako D. , 2006, p. 68): din perspectiva investitorilor eficiența este văzută ca rentabilitate obținută a capitalului investit corectată cu cheltuielile de tranzacționare aferente în condiții de risc, în timp ce din perspectiva analiștilor pieței financiare respectiv a specialiștilor acesteia, eficiența este analizată pe baza formelor pe care aceasta le ia. Teoria piețelor eficiente este larg acceptată de către academicieni și oameni din spectrul cercetării ca fiind aplicabilă celor mai importante piețe financiare internaționale, fiind validată de numeroase studii empirice, aceasta stă la baza dezvoltării teoriei financiare moderne (Jacquillat & Solnik, 1997, p. 45). În opinia lui Jacquillat, conceptul de eficiență a piețelor financiare comportă trei accepțiuni: eficiența informațională, comportamentul rațional al actorilor respectiv eficiența funcțională.

Inițiatorul acestei teorii, Fama afirmă că: „O piață eficientă este precum una pe care există un număr mare de agenți raționali care își maximizează profiturile, sunt angajați într-o concurență permanentă și care încearcă să prezică cursul viitor al acțiunilor, pentru care informația curentă este disponibilă aproape gratuit pentru toți participanții. Pe o piață eficientă, concurența dintre numeroșii participanți inteligenți conduce la o situație în care, în fiecare moment, prețurile reflectă deja efectele informațiilor trecute dar și anticipările. Altfel spus, pe o piață eficientă, prețul curent al acțiunii va fi în orice moment un bun estimator al valorii sale fundamentale ” (Fama, The Behavior of stock market prices, 1965). Ceva mai târziu, în anul 1970, același autor Fama, completează teoria piețelor eficiente, astfel : „ O

piață eficientă este o piață pe care prețul reflectă perfect și în mod permanent informația disponibilă”. (Fama, 1970).

Unul dintre cei mai înverșunați critici ai teoriei piețelor eficiente este George Soros, care începând cu anul 1987 a început să promoveze și să facă cunoscută propria teorie asupra piețelor financiare, teorie pe care o consideră mult mai apropiată de realitățile economice cotidiene, și pe care a denumit-o „teoria reflexivității”. Întregul concept de gândire pe care îl utilizează Soros în dezvoltarea teoriei sale, este bazat pe ideile profesorului său, de la London School of Economics, Karl Popper (Soros, 2008). Soros consideră că, teoria piețelor eficiente aflată în vigoare în zilele noastre, și care se bucură de cele mai multe susțineri din partea oamenilor de știință, este falsă și înșelătoare, și afirmă că piețele financiare nu tind, în nici un caz, către situația de echilibru. Teoria reflexivității pe care acesta o propune, are la bază raportul dintre gândire și realitate. Soros ia în considerare factorul subiectiv care intervine în procesul investițional și îi atribuie un rol esențial. Potrivit teoriei reflexivității, participanții dintr-o piață nu își pot baza deciziile investiționale exclusiv pe cunoaștere, pentru că percepțiile acestora de natură subiectivă, pot influența semnificativ prețurile din piață.

Agențiile de rating joacă și ele un rol extrem de important în economia globală, datorită influenței mari pe care o au asupra deciziei de investire a participanților la această piață. De cele mai multe ori, chiar din momentul lansării unei emisiuni de titluri financiare, acestea au asociat și un rating acordat de către una sau mai multe agenții de acest gen. De aici și importanța ce le revine agențiilor de rating în evaluarea corectă a companiilor. Un rating greșit dat în sensul subevaluării emitentului, face ca emisiunea respectivă să nu se mai bucure de succes în rândul investitorilor. Se poate astfel spune că agențiile de rating oferă o plus valoare piețelor financiare datorită evaluărilor realizate.

Cap 3. Caracteristici ale burselor de valori moderne

Pentru a analiza piața bursieră pe ansamblu, ar fi interesantă o abordare din mai multe puncte de vedere a acesteia. Găsim interesantă o caracterizare a celor mai importante burse la nivel mondial în funcție de evoluția capitalizării bursiere a acestora, din 1990 și până în 2010.

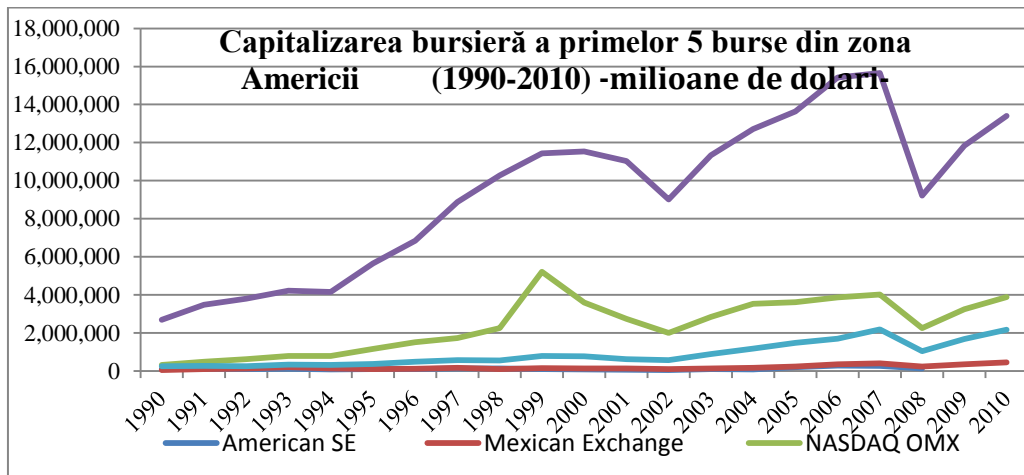
Pentru fiecare zonă geografică am ales să prezentăm primele cinci burse cu cea mai mare capitalizare bursieră, respectiv pentru zona Americii și zona Asia-Pacific. Pentru Europa-Africa și Orientul Mijlociu prezentarea burselor din perspectiva capitalizării bursiere

necesită un studiu mai aprofundat datorită fuziunilor care s-au realizat între diverse burse în acest răstimp.

În zona Americii, se poate observa din figura următoare cum bursa din New York (NYSE Euronext) a dominat dintotdeauna acest segment al capitalizării bursiere din America. Dacă în anul 1990 capitalizarea bursieră a NYSE a fost de aproape 2.700 de miliarde de dolari americani, la sfârșitul anului 2010 capitalizarea bursieră a acesteia a ajuns la aproape 13.400 de miliarde de dolari, în condițiile în care maximum atins de această piață îl regăsim în anul 2007 la nivelul de 15.600 miliarde de dolari. Observăm din această situație cum în 20 de ani, capitalizarea bursieră a NYSE a crescut cu aproape 400%. Însă este oare această creștere atât de legitimă? Am putea găsi răspunsuri la această întrebare în amploarea și avântul cunoscut de majoritatea piețelor de capital din întreaga lume, în perioada 1990-2010 (bineînțeles luând în calcul corecțiile din 2000-2002 respectiv 2007-2009). Însă, dacă ne gândim mai departe de atât, ce poate să determine o creștere cu 400% mai mare a capitalizării bursiere în 20 ani? Am putea spune, conform metodologiei de calcul a capitalizării bursiere că această creștere ar putea fi datorată unor listări masive sau creșterii prețurilor instrumentelor financiare deja listate, ceea ce este adevărat. Începutul anilor '90 a coincis cu explozia afacerilor în domeniul IT care au fost imediat listate la bursă pentru un motiv extrem de simplu: să poată obține finanțări fabuloase pentru dezvoltarea afacerii. Practic, această finanțare reprezintă un credit dat de investitori companiilor respective pentru a obține din activitatea lor profituri considerabile în viitorul apropiat. Așa-numita garanție pentru aceste finanțări constă doar în faptul că respectivele companii își desfășurau activitatea în domeniul IT, iar la acel moment, acest lucru reprezenta cea mai bună garanție pentru succes, nemaifiind nevoie de altceva din partea companiilor astfel încât investitorii să aibă încredere deplină în activitatea lor. Așadar, datorită entuziasmului din piață, prețurile acțiunilor unor astfel de companii au început să crească halucinant, creându-se un așa numit efect de bulgăre de zăpadă care a antrenat întreaga piață și care a generat în cele din urmă ceea ce regăsim în literatură sub denumirea de "criza dotcom-urilor".

Cel puțin din aceste două motive, creșterea generalizată a prețurilor respectiv listările masive, capitalizarea bursieră la NYSE a crescut atât de mult în ultimii 20 ani. Nu trebuie să pierdem însă din vedere și circumstanțele în care s-au realizat modificări în structura celor doi factori determinanți, abordați mai devreme.

Capitalizarea bursieră a primelor 5 burse din zona Americii



Sursa: prelucrare proprie după date furnizate de Federația Mondială a Burselor.

Cea de a doua bursă ca mărime a capitalizării bursiere este NASDAQ OMX, a cărei capitalizare bursieră a fost la începutul anilor '90 de aproximativ 310 miliarde de dolari americani, pentru ca la sfârșitul anului 2010 aceasta să ajungă la un nivel de 3.900 de miliarde de dolari. Spre deosebire de NYSE, Nasdaq a atins maximul capitalizării sale în anul 1999 când valoarea bursei era de aproximativ 5.200 de miliarde de dolari. Așadar, în 20 de ani (din 1990 până în 2010) capitalizarea bursieră a Nasdaq a crescut cu 1.100%. Cele două motive anterior enunțate pot fi invocate și de această dată, respectiv creșterea generalizată a prețurilor titlurilor cotate și noile listări, însă pe lângă acestea putem invoca și achiziția bursei din Boston (Boston Stock Exchange) realizată de Nasdaq în 2007 precum și achiziția în anul 2007 a Swedish-Finnish, o companie financiară care controla 7 burse din zona Mării Baltice, formând astfel Nasdaq OMX. Și în acest caz se poate observa cum criza care a început în toamna anului 2007 a erodat masiv valoarea Nasdaq.

TSX Group este cea de a treia bursă în funcție de capitalizarea bursieră, din zona Americii. Dacă la începutul anilor '90 capitalizarea bursieră a acesteia atinge valoarea de puțin peste 240 miliarde de dolari americani, la finalul anului 2010, capitalizarea a ajuns la aproape 2.200 de miliarde de dolari, așadar cu aproximativ 815% mai mare. Cele două subsidiare ale acesteia servesc piața astfel: Bursa de Valori din Toronto, pentru piața acțiunilor de valori mari (senior equity market) iar TSX Venture Exchange este dedicată pieței acțiunilor mai riscante (venture equity market). TSX Group este lider în tranzacționarea pe sectorul petrolier și a gazelor.

Spre deosebire de celelalte două burse prezentate anterior, capitalizarea bursieră a TSX Group la finalul anului 2010 s-a situat foarte aproape de valoarea sa de maxim înregistrată în anul 2007, ceea ce înseamnă că recuperarea acesteia în ceea ce privește valoarea bursei, s-a realizat mai accelerat și într-un timp mai redus. De specificat în acest caz este faptul că foarte multe companii ce activează în domeniul petrolier sunt listate la această bursă iar datorită creșterii prețului petrolului în perioada de criză, capitalizarea bursieră a crescut și ea.

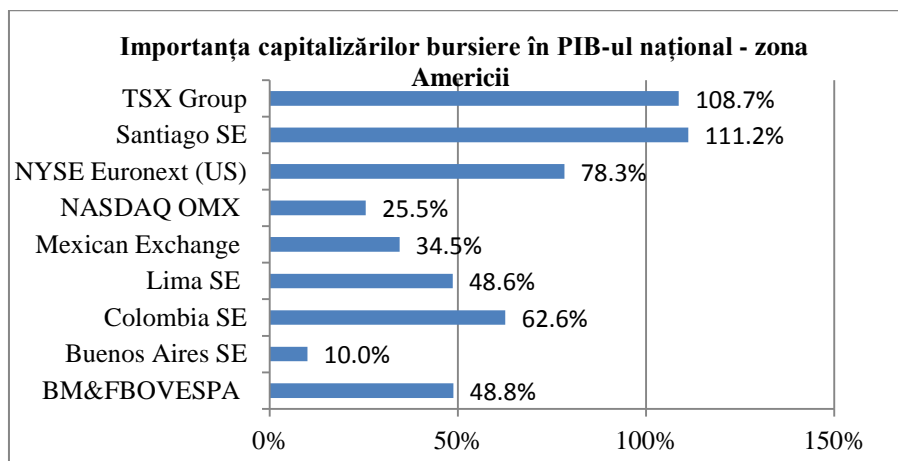
Din anul 1990 și până la finalul anului 2010, între aceste prime trei burse în funcție de capitalizarea lor bursieră, nu au existat schimbări în ceea ce privește raportul de forțe. Nu același lucru se poate spune și despre ocupantele locurilor 4 și 5 în această ierarhie: American Stock Exchange (AMEX) și Mexican Exchange, care și-au schimbat raporturile de forțe între ele, de mai multe ori pe parcursul celor 20 de ani luați în analiză.

Dacă în 1990, capitalizarea bursieră a AMEX era de puțin peste 100 de miliarde de dolari, iar cea a bursei din Mexic de aproximativ 41 de miliarde de dolari, până în 2008 raporturile de forțe dintre cele două se schimbaseră de câteva ori, iar la finalul aceluși an, capitalizarea bursieră a bursei mexicane (de aproape 235 miliarde de dolari) devansa cu mult capitalizarea bursieră a AMEX (de puțin peste 132 de miliarde de dolari). Printre motivele care ar putea fi invocate în acest caz, pe lângă cele anunțate anterior se numără și preluarea AMEX în 2008 de către NYSE Euronext, iar faptul că în acești ani piața mexicană a fost considerată una în curs de dezvoltare cu un mare potențial de dezvoltare al pieței de capital, se poate observa și în dinamica capitalizării bursiere a acesteia în cei 20 de ani.

Considerăm foarte interesantă o analiză a importanței capitalizării bursiere în produsul intern brut al țărilor în care își au sediul. Acest coeficient l-am calculat ca raport al capitalizării fiecărei burse și produsul național brut al țării în care bursa își are sediul central.

Se poate observa din figura următoare cum în zona Americii sunt două burse care trec de pragul de 100%: TSX Group și Santiago Stock Exchange. Acest lucru înseamnă că, capitalizarea acestor burse depășește PIB-ul țării (Canada și Chile). Desigur, în cazul bursei din Chile acest lucru nu este atât de dificil de realizat, datorită faptului că statul Chile a avut un PIB de 243 de miliarde de dolari la sfârșitul anului 2011.

Importanța capitalizării bursiere în PIB-ul Național pentru bursele din zona Americii



Sursa: prelucrare proprie după date furnizate de Federația Mondială a Burselor.

Cel mai mic procent al capitalizării bursiere în PIB aparține bursei braziliene, care deține doar 10% din cei 435,2 miliarde de dolari ce reprezintă PIB-ul țării.

Mutațiile ce au avut loc în ultimii 30 de ani în piața financiară s-au datorat într-o foarte mare măsură și inovațiilor din acest domeniu. La scară largă este acceptată ipoteza conform căreia inovațiile financiare sunt răspunzătoare într-o oarecare măsură de declanșarea crizei. Există studii și analize empirice care demonstrează faptul că piața financiară a suferit mutații datorită inovațiilor mai ales din sectorul creditelor de consum sau al ipotecilor (Den Haan & Sterk, 2010). Când ne referim la inovații în acest sector, ne gândim la crearea unor noi instrumente pe piața financiară dedicate tranzacționării și care corespund celor mai diversificate pretenții ale investitorilor. Aceste noi instrumente sunt utilizate de către investitori pentru gestiunea mai eficientă a portofoliilor lor, însă deopotrivă acestea generează și riscuri pentru cei care le folosesc. Multe din riscurile pe care aceste noi produse le presupun sunt greu asimilate respectiv înțelese pe deplin de către investitorii sau brokerii din piață, chiar unul din traderii de pe Wall Street recunoscând că a tranzacționat active pentru care nu cunoștea nici măcar activul suport pe care acesta a fost construit (McCullough & Blake, 2010), nemaivorbind de riscurile asociate unei astfel de tranzacții.

Pentru inovațiile financiare din anii 1980, Yves Simon a identificat 5 mari cauze ale apariției acestora (Simon, 1997, p. 882):

- Înrautățirea constantă a variabilității ratelor dobânzii și a ratelor de schimb după acordul de la Bretton Woods;
- Adâncirea deficitelor publice pentru marile țări industriale;
- Dezvoltarea noilor sisteme de telecomunicații și a tehnologiei informatice;

- Dereglementarea și concurența, care au avut un aport deosebit în dezvoltarea inovațiilor financiare;
- Aportul adus de cercetătorii din domeniul financiar în a construi modele de evaluare a noilor produse financiare inovative.

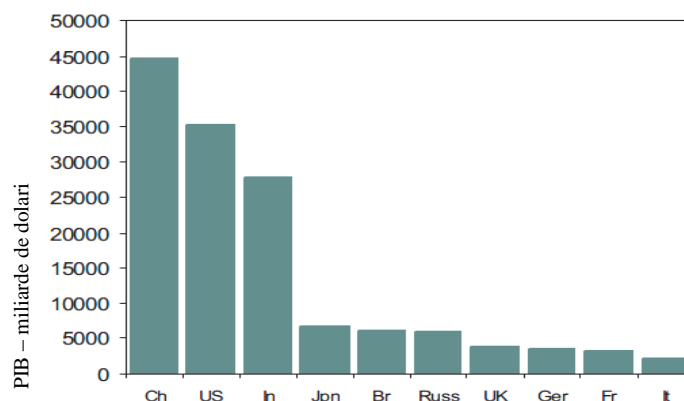
Și poate cel mai important aspect legat de evoluția burselor lumii este cel al inovațiilor și al ingineriilor financiare. Am ales să prezentăm rolul acestora într-un mod cât mai etic posibil, însă fără a pune la zid inovațiile financiare și a le face răspunzătoare de criza financiară ce s-a manifestat la nivel global. Admitem totuși că o parte a vinei declanșării crizei aparține inovațiilor financiare. Nu trebuie să pierdem din vedere faptul că acestea au fost create și dezvoltate de către investitori sau instituții financiare pentru a răspunde celor mai diverse nevoi de acoperire a riscurilor. Legat de deschiderea piețelor din țările emergente, inovația financiară a creat investitorilor noi instrumente astfel încât procesul investițional să poată realiza transferul riscului între diverși participanți la piață.

Țările emergente sunt cele ale căror economii se află într-un proces rapid de creștere respectiv în faza de tranziție către o economie de piață (Simon, 1997, p. 913). Acestea au o capacitate mai mare decât țările dezvoltate în a oferi investitorilor oportunități pentru realizarea unor profituri mai mari.

Putem spune că piețele emergente au adus un plus de interes pe piața financiară din partea investitorilor, iar previziunile FMI vor încuraja tranzacționarea pe aceste piețe atâta timp cât prognoza este de creștere pentru aceste economii. Cele patru țări BRIC, așa cum le-a numit Jim O'Neill: Brazilia, Rusia, India și China sunt cele care vor domina economia mondială. Importanța acestora este subliniată în mai multe analize ale Goldman Sachs, care consideră că până în anul 2050, China va devansa economia Statelor Unite ale Americii. Cercetarea realizată de Goldman Sachs (Goldman Sachs, 2003) previzionează o evoluție a celor mai importante economii ale lumii până în 2050, astfel:

Economia Statelor Unite ale Americii se va situa pe al doilea loc în lume, fiind urmată de cea a Indiei. Economiiile Braziliei respectiv Rusiei vor concura serios cu economia Japoniei în anul 2050.

Previțiuni privind clasamentul celor mai importante economii în anul 2050



Sursa: (Goldman Sachs, *Dreaming with BRICs. The Path to 2050.*, 2003)

Referitor la piața financiară și în speță investițiile pe bursă, mulți investitori internaționali au conștientizat faptul că nu pot obține profituri la fel de mari investind pe piețele mature precum în investițiile din țările emergente în curs de dezvoltare. Aceștia își doresc să obțină randamente superioare, desigur asumându-și riscuri suplimentare cum este riscul volatilității, al lichidității sau al cursurilor de schimb, care sunt semnificativ mai ridicate decât în piețele dezvoltate. Studiile asupra economiilor țărilor BRICS sunt nenumărate, cercetătorii arătând faptul că dezvoltarea acestor economii și tranziția lor către categoria economiilor dezvoltate este practic inevitabilă (Nistor, 2011).

Cele mai puternice economii emergente, așa cum le numesc autorii într-o lucrare sub egida Academiei Române (Oehler-Șincai, Ghibuțiu, Lianu, Miru, & Bratu, 2010) se aseamănă printr-o serie de trăsături precum: masive rezerve naturale atât ca volum cât și ca diversitate, competitivitatea este mai vizibilă în sectorul industrial și cel agricol iar piețele de consum sunt robuste. Deosebirile pe care aceiași autori le aduc în discuție se referă la dotarea cu factori de producție sau preponderența diferitelor sectoare în economia națională.

Regăsim interesantă analiza realizată asupra evoluției capitalizărilor bursiere pentru marile burse ale lumii din anul 1990 și până la finalul anului 2010, precum și schimbarea raporturilor de forțe între acestea în acest răstimp. Fuziunile dintre acestea au făcut de multe ori ca raporturile de forțe între burse să se schimbe în timp. Tot la acest capitol este de remarcat dorința unor burse de a realiza fuziuni sau achiziții importante dar care au fost sortite eșecului deoarece ofertele lor au fost prea mici în fața unor giganți.

4. Bursa ca generator al capitalului fictiv

În linii mari, bula speculativă se referă la situația în care sunt încheiate tranzacții în volume mari de titluri financiare mult în afara prețului lor de echilibru. Prețul la care se perfectează tranzacțiile nu este corelat cu valoarea intrinsecă, reală a activului respectiv. Regăsim în literatura de specialitate diferite denumiri ale acestui concept (balon de piață, balon de preț, balon financiar), însă ele se referă în esență la același lucru: tranzacționarea activelor la prețuri mult mai mari decât ar fi normal. Bulele speculative se pot forma în orice piață, atâta timp cât pe aceasta se tranzacționează active, în piața imobiliară, în piața creditelor de consum, piața tablourilor de artă și altele, dar cel mai des întâlnim aceste bule, în piața bursieră. Aceasta și datorită specificului acestei piețe: se tranzacționează în mod continuu iar activelor financiare tranzacționate le sunt asociate valori simbolice, în funcție de cererea și oferta pentru acestea.

Cauzele care determină apariția acestor bule speculative reprezintă o provocare atât pentru investitorii pe bursă cât și pentru cercetătorii din acest domeniu. Am putea găsi o cauzalitate în formarea acestora de formarea ciclurilor economice, atât la nivelul unei economii naționale, cât și la nivelul economiei mondiale, dar și de tranzacțiile speculative, incertitudine sau lipsa de raționalitate a actorilor acestei piețe. Cu toate acestea, nu există o părere unanim acceptată cu referire la factorii ce cauzează apariția bulelor speculative.

Unele voci din spectrul investițional consideră că formarea bulelor speculative este determinată de creșterea ratei inflației, așadar am putea identifica între factorii care cauzează inflația, pe cei care cauzează și creșterea prețurilor titlurilor de valoare, peste valoarea lor fundamentală. Din punctul nostru de vedere, prin formarea bulelor speculative avem de a face cu un dezechilibru generat de o percepție eronată a oportunităților de câștig de către investitori. Dezechilibrul economic generat de formarea lor se transpune în situațiile artificiale create pe piață, mai ales în cazul bulelor speculative de durată scurtă (de până în 10 ani). Impactul bulelor speculative de durată mai îndelungată (peste 10 ani) este mult mai sever, acestea putând genera crize economice globale.

Din anul 2007, întreaga lume se confruntă cu cea mai gravă criză financiară de după marea prăbușire a burselor din anii 1929-1933. Cu toate că unele voci susțin că această criză s-a încheiat (în 2012), omenirea continuă să se confrunte cu efectele acesteia, zi de zi. Regăsim în presa de specialitate informații despre momentul de început al crizei economice și financiare, ca fiind situat în anul 2008. Considerăm că momentul efectiv al declanșării crizei

financiare îl regăsim în anul 2008, însă evenimentele care au pregătit spargerea acestei bule le putem identifica încă din toamna anului 2007 (sfârșitul lunii august).

Criza a amenințat stabilitatea a numeroase instituții financiare, bănci și chiar guverne din întreaga lume, iar declinul economic și recesiunea s-au putut observa pe toate piețele bursiere ale lumii. Cauza majoră a declanșării crizei globale a reprezentat-o spargerea bulei din domeniul imobiliar din Statele Unite ale Americii, în anul 2006. Desigur, cauzele declanșării crizei sunt complexe, iar proveniența acestora, din cele mai diverse domenii.

Un citat din Heraclid spune că ”nimic nu este veșnic în afară de schimbare”. Dacă am extinde această maximă și asupra a ceea ce s-a întâmplat pe piețele financiare din întreaga lume, ar însemna că acestea au nevoie în permanență de schimbare, de adaptare la necesitățile în permanentă schimbare ale investitorilor. Întregul sistem financiar trebuie să dea dovadă de o adaptabilitate deosebită și totodată de o capacitate importantă de a asigura stabilitatea. Este poate un echilibru perfect ce trebuie găsit între dorința permanentă de inovare și revenirea la realitate văzută din prisma asigurării stabilității financiare.

În mod paradoxal, criza a început în Statele Unite ale Americii însă indicii burselor americane nu au fost cel mai grav afectați de depreciere. Deprecierile cele mai însemnate au putut fi constatate la bursele din Europa respectiv Japonia, aceasta poate datorită efectelor internaționalizării activității bursiere respectiv achiziționarea unor active toxice ce proveneau din Statele Unite de către investitori din Europa sau Japonia (bănci, instituții financiare, fonduri sau investitori de orice fel). Deprecierile nu s-au făcut chiar atât de mult simțite la bursele americane și datorită flexibilității economiei americane și a deciziilor de salvare a numeroase bănci adoptate de guvern (Schneider, 2010, p. 224).

Autoritățile monetare împreună cu guvernele țărilor din care fac parte au pus repede bazele unui plan de redresare economică cu scopul de a restabili încrederea în piețe astfel încât acestea să poată funcționa în condiții adecvate. Aceste demersuri au efecte pe termen lung și nu pot fi observate imediat în piață. Trebuie însă avut în vedere faptul că nivelul fondurilor necesare pentru restabilirea unei ordini financiare adecvate în piață, este colosal, un singur guvern sau o singură instituție financiară internațională nu poate face față unui asemenea necesar de fonduri, oricât de multe resurse ar avea, pentru că implicațiile pe care efectele crizei le presupune sunt răspândite teritorial în întreaga lume.

Mai mult decât atât, omenirea trebuie să tragă câteva învățăminte din cele întâmplate în ultimii ani pe piețele financiare și să găsească prin intermediul autorităților de reglementare, soluții prin care să elimine (sau să evite) pe viitor tranzacționarea unor active toxice de natură să poată genera efecte similare celor de după criza din 2007.

5. Paradoxuri ale burselor moderne

Am putea asocia anomaliile în tranzacționarea instrumentelor financiare cu dovada, în unele cazuri, a ineficienței piețelor financiare. Acestea pot fi evidențiate cel mai bine pe piețele financiare dezvoltate de marea majoritate a academicienilor și a practicienilor. Prin specificul lor, existența unor anomalii bursiere într-o piață demonstrează fie faptul că piața respectivă este ineficientă fie că există anumite inadvertențe în ceea ce privește stabilirea prețului unui activ oarecare. În timp s-a demonstrat că astfel de anomalii tind să se atenueze sau chiar să dispară, prin aceasta diminuând sau chiar eliminând oportunitățile de profit ale investitorilor care speculează tranzacționarea pe baza acestora (Schwert, 2003, p. 940). Anomaliile bursiere, mai ales cele cu impact direct asupra prețului unor instrumente financiare tranzacționate la bursă, sunt de natură să ofere investitorilor posibilitatea obținerii unor câștiguri superioare mediei pieței, în condițiile unei gestiuni corespunzătoare.

Din punctul nostru de vedere, anomaliile întâlnite pe piețele financiare respectiv pe bursă pot fi privite din perspectiva temporală (anomaliile calendaristice), din perspectiva interpretărilor pe care le presupune analiza tehnică (anomaliile tehnice), din perspectiva unor evaluări ce țin de analiza fundamentală (anomaliile fundamentale) sau anomalii care țin de alte aspecte.

Cele mai cunoscute anomalii calendaristice sunt efectul de weekend și efectul lunii ianuarie. Însă pe lângă acestea putem vorbi despre anomalii ale zilelor de vacanță, anomalii survenite în urma zilei de Halloween, anomalii trimestriale, efecte în cadrul aceleiași luni calendaristice, efectul zilei de luni văzut deseori în corelație cu efectul de weekend, efectul tranzacționării intraday (într-o singură zi de tranzacționare) sau anomalii observate în anii care se termină cu cifra "5". Fiecare dintre aceste anomalii au fost studiate în detaliu în cadrul tezei.

Numeroase cercetări în domeniul investițiilor la bursă s-au axat pe aflarea răspunsului la întrebarea dacă prețurile istorice pot fi utilizate pentru a previziona prețurile viitoare ale titlurilor listate. S-au creat astfel metode complexe care să lămurească acest aspect. Astfel, analiza tehnică reprezintă o metodă de previzionare a mișcărilor de preț și a trendurilor din piață în viitor, prin studierea graficelor pieței (incluzând aici atât prețul instrumentelor listate cât și volumul tranzacțiilor).

Analiza tehnică încearcă așadar cu ajutorul prețurilor istorice și a statisticilor în acest sens, să previzioneze prețurile viitoare ale titlurilor financiare listate. Cele mai simple tehnici și strategii de tranzacționare se bazează pe o analiză grafică clasică, care include interpretarea

unor drepte de trend, a unor configurații de consolidare sau reversibilitate, a dreptelor de sprijin respectiv a dreptelor de rezistență, a mediilor mobile sau a decalajelor. Tehnicile mai complicate ale analizei tehnice presupun includerea în analize a unor indicatori de genul: RSI, oscilatorilor stocastici, medii mobile de convergență-divergență sau a elementelor din teoria valurilor lui Elliot, a numerelor Fibonacci sau a graficelor Gann.

Efectul de talie a fost studiat pentru prima dată de către Banz în anul 1981, studiile întreprinse de către acesta au arătat că rentabilitatea obținută de către societățile de capitalizare mică este în medie mai mare decât rentabilitatea obținută de către societățile de capitalizare mare, pentru piața din New York (Simon, 1997, p. 425). Fenomenul a fost studiat și de către alți cercetători: Ibbotson în 1984, Reinganum în 1981 sau Lamoureux și Sanger în 1989, studiile acestora referindu-se la titluri financiare listate pe bursa americană.

Plasamentele pe piața de capital au stârnit cel puțin în ultimele două decenii, un mare interes din partea investitorilor, datorită capacității lor de a genera randamente mari. Din păcate, în aceeași măsură acestea pot genera și pierderi la fel de mari. Începând cu anii 90, oamenii de știință au abordat un nou domeniu de cercetare, neuroeconomia având ca obiect de studiu perceperea riscului de către investitori, cuantificarea și determinarea probabilității de producere a acestuia.

Neroeconomia ca domeniu de cercetare relativ recent, se află la intersecția psihologiei cu economia, ecuație în care mai intervine și o ramură a medicinei, neurologia. Unul dintre puținii specialiști ai acestui domeniu, Jason Zweig consideră neuroeconomia aplicată domeniului financiar, ca fiind de mare interes practic, pentru a înțelege deciziile intervenienților în piață. Numeroasele teorii asupra deciziilor de a realiza investiții pe bursă sunt puse în dificultate, dacă le analizăm din perspectiva neuroeconomiei. Aceasta deoarece deciziile pe care investitorii le iau sunt de foarte multe ori iraționale și în neconcordanță cu aceste teorii. Un astfel de comportament irațional al investitorilor poate fi generat de propria personalitate, de emoții, temperament, fiind expresie a propriilor trăiri.

Geert Hofstede definește cultura ca fiind programarea colectivă a gândirii, care distinge între membrii unui grup față de membrii altuia. Într-un studiu extrem de elaborat, Geert Hofstede analizează caracteristicile culturale ale indivizilor din peste 70 de țări și găsește ca relevante cinci dimensiuni prin prisma cărora pot fi desprinse diferențele culturale între țări. Astfel, acesta vorbește despre: ecartul puterii, individualism, masculinitate, evitarea incertitudinii și orientarea pe termen lung. Din punctul nostru de vedere, din cele enumerate, masculinitatea respectiv evitarea incertitudinii sunt dimensiunile care pot caracteriza cel mai bine un mediu investițional într-o anumită țară.

Am încercat să realizăm câteva linii de profil ale comportamentului brokerilor pe piața de capital din România. Profilul brokerilor din România a fost determinat pe baza unui chestionar adresat lor, cu un conținut de 34 de întrebări referitoare la modalitatea de luare a deciziilor de investire, caracteristicile investițiilor pe care aceștia le realizează, preferințe investitoriale sau referitoare la caracterul și personalitatea acestora. Chestionarul a fost distribuit în perioada februarie-martie 2012, tuturor agenților de servicii de investiții financiare autorizați pe piața românească. Rezultatele studiului se bazează pe 31 de chestionare completate de către brokeri autorizați pe ambele piețe din România (Bursa de Valori București și Bursa Monetar Financiară și de Mărfuri Sibiu- Sibex) care au fost prelucrate utilizând SPSS versiunea 16.0.

Rolul comportamentului investițional al brokerilor este foarte important, mai ales într-o economie în care piața de capital este abia la început de drum. Modernitatea unei burse, în consecință și a pieței de capital, este data și de atitudinea brokerilor față de procesul investițional, de nivelul calificării lor, experiență, personalitate sau modalitate de percepție a riscului (Ciobanu & Sechel, 2012). Din studiul culturii investiționale a brokerilor din România, și din marea varietate a răspunsurilor primite în cadrul acestuia, putem evidenția câteva linii de profil ale acestora. Așadar, un broker din România se caracterizează prin următoarele (Ciobanu & Sechel, 2012):

- Eficiența activității lui este una bună (70% dintre brokeri), mărturisind că a marcat pentru clienții săi profituri de sub 10% în medie pe an;
- Este chibzuit, conservator (58%), prudent (38%), moderat (45%), dinamic (35%) și agresiv (22%);
- Scopul său fundamental este dat de creșterea valorii portofoliilor clienților săi (48,8%);
- Consideră că un nivel mediu spre ridicat al volatilității din piață este în concordanță cu atingerea obiectivelor sale investiționale;
- Are cunoștințe înalte în domeniul investițiilor;
- Își fundamentează deciziile de investire pe baza analizei unor rapoarte de analiză tehnică și fundamentală, realizate de societăți specializate;
- Consideră acceptabil un randament net între 3 și 15% / an;
- Se consideră un broker cu aversiune medie față de risc;
- Cel mai des utilizate instrumente financiare sunt acțiunile, contractele futures, tranzacțiile de tip speculativ, iar foarte puțin utilizate sunt obligațiunile, opțiunile și

tranzacțiile cu CFD,CDS,ETF sau altele. Uneori utilizează tranzacții de tip hedging și arbitraj;

- Nu tranzacționează și pe piețe internaționale, ci exclusiv în România.

Concluzii finale

Mutațiile din ultimul timp pe piețele financiare internaționale au determinat schimbări esențiale la nivelul întregii economii globale. Putem spune că mare parte din schimbările ce au survenit asupra economiei mondiale din ultima vreme au fost datorate inovațiilor din domeniul financiar. În aceste condiții, bursele de valori ar trebui să asigure și să reprezinte factorul stabilizator din punct de vedere financiar.

Considerăm că cel mai important element pe care se poate construi această atât de necesară stabilitate, îl reprezintă credibilitatea burselor în fața participanților la procesul tranzacțional. Credibilitatea burselor derivă dintr-o multitudine de factori, condiții, reguli sau reglementări, însă mai presus decât toate acestea considerăm moralitatea participanților la piață. Numai în condițiile asigurării unui mediu corespunzător reglementat și în care funcția de control a autorităților să fie corespunzător reprezentată, bursa va putea oferi credibilitate participanților la ea.

În ceea ce privește efectul demonetizării aurului în funcționarea burselor de valori, putem spune că demonetizarea aurului și dematerializarea monedei reprezintă elementul în jurul căruia a început modernizarea burselor lumii, în anii 1980. Dematerializarea monedei a reprezentat un impuls dat inovațiilor din domeniul financiar. Dacă înainte de aceste evenimente la burse erau tranzacționate active reale (sub forma mărfurilor), ulterior acestora s-a trecut la ideea tranzacționării activelor financiare. Elementul care a transformat o mulțime de investitori bogați în oameni săraci, dar și o mulțime de investitori săraci în oameni cu adevărat bogați, este efectul de levier, element fundamental pentru piața instrumentelor financiare derivate.

Indicii bursieri respectiv tranzacțiile cu aceștia au apărut din necesitatea participanților de a tranzacționa un sigur produs financiar care să aibă capacitatea de a reflecta piața în ansamblul său. Din analizele întreprinse utilizând date furnizate de Federația Mondială a Burselor și Banca Reglementelor Internaționale, am arătat că aproximativ

jumătate din tranzacțiile cu instrumente financiare derivate au fost încheiate cu contracte futures pe indici bursieri.

Un rol important în economia mondială așadar și asupra piețelor financiare îl au agențiile de rating financiar. În urma subiectelor abordate în acest sens, am constatat că în cele mai multe dintre cazuri, în momentul lansării unei emisiuni de titluri financiare acestea au asociat și un rating acordat de către una sau mai multe agenții de acest gen. De aici derivă rolul agențiilor de rating în evaluarea corespunzătoare a companiilor. Posibilele erori în atribuirea ratingului determină scăderea șanselor de reușită pentru emisiunile în cauză.

Există o convingere în domeniul investițiilor care spune că investitorii sunt conștienți de faptul că pot obține randamente mai mari investind pe piețele emergente, decât investind pe piețele mature. Suntem de acord cu această convingere, pe care de altfel o considerăm adevărată, însă nu trebuie să scăpăm din vedere faptul că în condițiile investițiilor pe piețele emergente riscurile sunt și ele mai ridicate.

În ultimul capitol al prezentei lucrări ne-am referit expres la existența anomaliilor în tranzacționarea instrumentelor financiare, care pot arăta pe de o parte că există momente de ineficiență a piețelor, iar pe de altă parte că în mecanismul de stabilire al prețului titlurilor din piață pot interveni factori de influență deosebiți asupra cererii sau ofertei pentru titlurile în cauză. Am analizat aceste anomalii din perspectiva oportunităților de câștig pe care acestea le creează participanților la piață. Aceste paradoxuri, anomalii întâlnite pe piețele financiare arată că în practică pot fi identificate fenomene care contravin teoriei economice de specialitate. În acest sens, literatura arată că aceste paradoxuri tind să se minimizeze în timp iar în unele cazuri să dispară. Din punctul nostru de vedere, dispariția acestor anomalii are drept consecință eliminarea oportunităților de profit pentru participanții care speculează tranzacționarea titlurilor pe baza acestora.

În ceea ce privește cultura investițională în diferite state ale lumii, așadar în cadrul diferitelor piețe financiare am luat în considerare două din dimensiunile propuse de Geert Hofstede, respectiv masculinitatea și evitarea incertitudinii. Am considerat că cele două sunt cele mai reprezentative dimensiuni care pot caracteriza mediul investițional într-o țară. În acest sens, am realizat o comparație a coeficientului de masculinitate determinat de Hofstede pentru România, Statele Unite ale Americii și Japonia. Ca urmare a valorilor acestui coeficient, am ajuns la concluzia că, cultura românească este caracterizată mai degrabă de feminitate decât de masculinitate, cel puțin din perspectiva comparației realizate. O comparație similară am realizat utilizând valoarea coeficientului de evitare a incertitudinii calculat de Hofstede, pentru aceleași trei state. Am constatat astfel că în ceea ce privește

cultura românească, aceasta manifestă un grad ridicat de evitare a incertitudinii, indivizii preferând implementarea unor reguli și legi rigide care să ghideze societatea în ansamblul ei.

În partea finală a lucrării am procedat la realizarea unui studiu asupra culturii investiționale a brokerilor din România, utilizând metoda chestionarului. Subiecții au fost reprezentați de agenții de valori mobiliare autorizați să-și desfășoare activitatea pe bursele din România, în perioada februarie-martie a anului 2012. Multitudinea și varietatea răspunsurilor ne-au dat oportunitatea evidențierii câtorva linii de profil ale acestora. Acestea se referă în principal la faptul că sunt mulțumiți de performanțele activității întreprinse. Cu toate că din rezultatele chestionarului putem deduce o oarecare orientare spre speculație a brokerilor din România, aceștia se declară într-o proporție de 58% conservatori în adoptarea deciziilor de investire. Înclinația spre speculație este probată și de faptul că aceștia consideră că un nivel mediu spre ridicat al volatilității din piață este în concordanță cu atingerea obiectivelor lor investiționale. De remarcat este faptul că foarte puțini brokeri din România se orientează și spre tranzacționarea pe piețele internaționale.

BIBLIOGRAFIE

1. *Business Dictionary*. (2012). Preluat de pe www.businessdictionary.com
2. (2012). *Codul Bursei de Valori București - Operator de Piață*. Bursa de Valori București.
3. *Codul S.C. Depozitarul Central S.A.* (2012). București: Aprobare prin Decizia C.N.V.M. nr. 246/13.03.2012.
4. *WFE*. (2012). Preluat de pe World Federation of Exchanges: www.world-exchanges.org
5. www.bse-sofia.bg. (2012). Preluat pe 2012, de pe Bulgarian Stock Exchange: www.bse-sofia.bg
6. www.bvb.ro. (2012). Preluat pe 2012, de pe Bursa de Valori București: www.bvb.ro
7. www.cmegroup.com. (2012). Preluat pe 2012, de pe CME Group: www.cmegroup.com
8. www.deutsche-boerse.com. (2012). Preluat pe 2012, de pe Deutsche Borse Group: www.deutsche-boerse.com
9. www.finance.yahoo.com. (2012). Preluat pe 2012, de pe www.finance.yahoo.com
10. www.rubinian.com. (2012). Preluat pe 2012, de pe www.rubinian.com
11. www.wikipedia.org. (2012). Preluat pe 2012, de pe www.wikipedia.org
12. www.worldbank.org. (2012). Preluat pe 2012, de pe World Bank: www.worldbank.org
13. Abolafia, M. Why Speculative Bubbles Still Occur: Limits to the Rationalization of Finance Capitalism. *Rockefeller College of Public Affairs and Policy*.
14. Academia Română și Institutul de Lingvistică "Iorgu Iordan". (2009). *Dicționarul explicativ al limbii române*. București: Editura Univers Enciclopedic Gold.
15. Ancuța, T. (2003). *Curs pentru operatorii din piețele derivate - Futures & Options Ediția a-III-a*. Sibiu: Editura Agora.
16. Ancuța, T., Cipariu, D., Aleman, A., & Cozgară, M. (2009). *Investiții pe piețele la termen-Analize și strategii pentru investitori.Ediția a-III-a*. Sibiu: Sibex.

17. Anghelache, G. (2003). *Piețe de Capital și Burse de Valori*. București: Editura Economică.
18. Anghelache, G. (2004). *Piața de capital*. București: Editura Economică.
19. Anghelache, G. (2004). *Piața de Capital. Caracteristici, evoluții, tranzacții*. București: Editura Economică.
20. Badea, D. G. (2000). *Piața de capital & restructurarea economică*. București: Editura Economică.
21. Bako, D. E. (2006). *Integrarea piețelor financiare*. Cluj-Napoca: Editura Alma Mater.
22. Bank for International Settlements. (2012). *Derivative financial instruments traded on organised exchanges*. www.bis.org.
23. Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *The Journal of Financial Economics*, 3-18.
24. Bernstein, J. (2000). *Piața contractelor futures*. București: Editura Hrema.
25. Bordo, M. D., Dittmar, R. D., & Gavin, W. T. (2007). *Gold, Fiat Money and Price Stability*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis - Research Division.
26. Bouman, S., & Jacobsen, B. (2002). The Halloween Indicator "Sell in May and Go Away"- Another puzzle. *The American Economic Review*, Vol 92, Number 5, 1618.
27. Brooks, C., & Katsaris, A. (2003). Rational Speculative Bubbles: An empirical investigation of the London Stock Exchange. *Bulletin of Economic Research - ISMA Centre*, 319-346.
28. *Budapest Stock Exchange*. Preluat pe 2011, de pe www.bse.hu
29. Buletinul Economic. (1995). *Dicționar bancar și bursier*. București: Editura Arta Grafică.
30. *Bulgarian Stock Exchange*. Preluat de pe www.bse-sofia.bg
31. *Bursa de Valori Bucuresti*. Preluat de pe www.bvb.ro
32. Chan, L. K., & Lakonishook, J. (2002). Value and Growth Investing: Review and Update. *The Financial Analysts Journal*.
33. Chelcea, S. (2007). *Cum redactam o lucrare de licență, o teză de doctorat, un articol științific în domeniul științelor socio-umane*. Bucuresti: comunicare.ro.
34. Ciobanu, G. (1997). *Bursele de Valori și Tranzacțiile la Bursă*. București: Editura Economică.
35. Ciobanu, G., & Departamentul de Economie politică. (2011). *Macroeconomie*. Cluj-Napoca: Editura Risoprint.
36. **Ciobanu, G., & Sechel, I.** (2012). Neuroeconomics and Investment Decision. Paradoxes of Modern Stock Exchange Markets. *The Proceedings of the 5th International Conference "Managerial Challenges of the Contemporary Society"*.
37. **Ciobanu, G., & Sechel, I. -C.** (2012). The Paradoxes of Modern Stock Exchange Markets. Characteristics of Investment Behavior of Brokers from Romania. *Interdisciplinary Management Research VIII*, 543-552.
38. **Ciobanu, G., & Sechel, I.-C.** (2012). A study on financial derivative worldwide transactions - future contracts. *Conference Proceedings- "European Integration New Challenges- EINCO 2012"*, 53-59.
39. Ciobanu, G., Luțaș, M., Postelnicu, C., Bako, D., Rus, A., Pop-Silaghi, M., și alții. (2004). *Tranzacții economice internaționale*. Cluj-Napoca: Imprimeria Ardealul.
40. CNVM. (2009). *Regulament privind utilizarea sistemului de conturi globale, aplicarea mecanismelor cu și fără prevalidarea instrumentelor financiare și efectuarea operațiunilor de împrumut aferente vânzărilor în lipsă și a celor de constituire a garanțiilor asociate*. București: Comisia Națională a Valorilor Mobiliare.
41. Craig, F. (2003). The Treynor Capital Asset Pricing Model. *Journal of Investment Management*, 66-72.

42. Cresus. (2009). *Confesiunile unui bancher toxic*. Bucuresti: Editura Publica.
43. Daianu, D. (2009). *Lupta cu criza financiara - Eforturile unui membru roman al PE*. Bucuresti: Editura Rosetti Educational.
44. Dalton, J. M. (2000). *Piata Actiunilor*. Bucuresti: Editura Hrema.
45. Darajnov, A., Banov, V., & Kozarov, M. (2009). *100% Forex*. Admiral Markets.
46. Davydoff, D. (1998). *Les Indices Boursiers*. Paris: Editura Economica.
47. Den Haan, W. J., & Sterk, V. (2010). The Mith of Financial Innovation and the Great Moderation. *The Economic Journal*, 707-739.
48. Depozitarul Central București. (2011). *Codul Depozitarului Central*. București: DC.
49. Depozitarul Sibex. (2010). *Regulamentul numărul 2 privind funcționarea Depozitarului Sibex*. Sibiu: Depozitarul Sibex.
50. Dharan, B. G., & Ikenberry, D. L. (1995). The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol L, No 5, 1576.
51. *Dow Jones Indexes*. Preluat pe 2012, de pe www.djindexes.com
52. Drăgoescu, E., & Drăgoescu, A. (1995). *Piete Financiare primare si secundare si operatiuni de bursa*. Cluj Napoca: Editura Mesagerul.
53. Drakoln, N. (2002). *Futures for Small Speculators*. Craiova: Editura Agora.
54. Duke Institute for Brain Sciences. (fără an). *Center for Neuroeconomics Studies*. Preluat pe may 2012, de pe <http://dibs.duke.edu/research/neuroeconomic-studies>
55. Duțescu, C. (2008). *Manipularea pieței de capital*. București: Editura C.H.Beck.
56. Eugene, F. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol XLVII, Nr 2, 427.
57. Eurex. (2010). *Products 2010*. Eurex Frankfurt.
58. Fama, E. (1965). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*.
59. Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*.
60. Fama, E. (1991). Efficient capital market. *Journal of Finance*.
61. Fama, E. (2008). Dissecting Anomalies. *The Journal of Finance*.
62. Fama, E., & French, K. (2008). Dissecting Anomalies. *The Journal of Finance*.
63. Făt, C. (2005). *Contracte futures și opțiuni*. Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință.
64. Fields, M. (1931). Stock Prices: A problem in Verification. *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol 4, No 4, 415-418.
65. Figlewski, S., & Wang, X. (2000). Is the "Leverage Effect" a Leverage Effect? *Boston University Derivative Securities Conferente*.
66. Fink, J. D., Fink, K. E., & Godbey, J. M. (2008). The January Effect - A new Piece for an Old Puzzle. *Eastern Finance Association meetings*.
67. Fleuret, M., & Simon, Y. (2000). *Bourse & Marches Financiers*. Paris: Editura Economica.
68. FMI. (2012). *World Economic Outlook Update. An update of a key WEO Projections. New Setbacks, Further Policy Action Needed*. Washington.
69. Followill, R., & Martell, T. (1997). Bond review and rating change announcements : an examination of informational value and market efficiency. *Journal of Economics and Finance*, 75-82.
70. Forbes. (2012). <http://www.forbes.com/forbes/1997/0310/5905203a.html>. Preluat pe 2012, de pe <http://www.forbes.com/forbes/1997/0310/5905203a.html>
71. Freadman, A. J., & Wiles, R. (2002). *Fondurile de investiții*. București: Editura Hrema.
72. French, D. E. (2009). *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of the Money*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
73. FTSE. (2010). Guide to Calculation Methods for the FTSE All World Index Series.
74. Ghilic-Micu, B. (1997). *Bursa de Valori*. București: Editura Economică.

75. Ginglinger, E., Koenig, L., & Paris-Dauphine, F. I. (2009). Stock market liquidity and rights offer paradox.
76. Glimcher, P. W., & Rustichini, A. (2004). Neuroeconomics: The Consilience of Brain and Decision. 306(pag 447-452).
77. Godechot, O. (2005). *Les traders. Essai de sociologie des marches financiers*. Paris: Editura La Decouverte.
78. Goldman Sachs. (2003). *Dreaming with BRICs. The Path to 2050*. Global Economics.
79. Goldman Sachs. (2005). *How solid are the BRICs?* Goldman Sachs Economic Research.
80. Gou, W.-C., Wang, F. Y., & Wu, H.-M. (2011). Financial leverage and market volatility with diverse beliefs. *Econ Theory Symposium*, 337-364.
81. Graham, B. (2010). *Investitorul inteligent*. București: Editura C.H.Beck.
82. Graham, B. (2010). *Investitorul inteligent*. București: Editura C.H.Beck.
83. Hand, J. R., Holthausen, R., & Leftwich, R. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*.
84. Harris, L. (1986). A transaction data study of weekly and intradaily patterns in stock returns. *Journal of Financial Economics, Vol 16*, 99-117.
85. Harvard Business School. (2004). *Crisis management*. Boston.
86. Haugen, R., & Jorion, P. (1996). The January Effect: Still There after These Years. *Financial Analysts Journal*, 27.
87. Hensel, C. R., & Ziemba, W. T. (1996). Investment results from exploiting turn-of-the-month effects. *Journal of Portfolio Management, Vol 22, No 3*, 17-23.
88. Hong, H., Scheinkman, J., & Xiong, W. (2006). Asset Float and Speculative Bubbles. *The Journal of Finance - Vol LXI, Number 3*, 1073-1117.
89. <http://bigcharts.marketwatch.com/>. (2012). *BigCharts - A Service of Market Watch*. Preluat pe 2012, de pe <http://bigcharts.marketwatch.com/>
90. <http://www.tse.or.jp/english/index.html>. Preluat pe 2012, de pe Tokyo Stock Exchange: <http://www.tse.or.jp/english/index.html>
91. Humphries, L. (2007). A Stock Price Paradox. *Thinking Applied Mind Tools : Applications and Solutions*.
92. *Institutul National de Statistica*. (fără an). Preluat pe 2011, de pe www.insse.ro
93. Investopedia. (fără an). *Investopedia*. Preluat pe 2012, de pe www.investopedia.com
94. Jacquillat, B., & Solnik, B. (1997). *Marches financiers. Gestion de portefeuille et des risques*. Paris: Dunod.
95. Jeyanthi, B. J. (2010). Who Moves BRIC Stock Markets: US or Japan? *Journal of Applied Finance*.
96. Joint Center for Housing Studies of Harvard University. (2008). *The State of the Nation's Housing 2008*. Cambridge: Joint Center for Housing Studies of Harvard University.
97. Jorion, P., & Zhang, G. (2007). Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of the Rating Prior to the Announcement. *The Journal of Fixed Income*.
98. Keynes, J. M. (2009). *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii și a banilor*. București: Editura Publica.
99. Kiyasaki, R., & Lechter, S. (2004). *Prophecy - Why the biggest Stock Market Crash in history is still coming*. New York: Werner Business Books.
100. Lakonishok, J., & Smidt, S. (1988). Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective. *The Review of Financial Studies, Vol 1, No 4*, 403-425.
101. Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance, Vol XLIX, No 5*, 1541-1578.
102. Lautier, D., & Simon, Y. (2009). *Les 100 mots des Marches Derives*. Paris: Presses Universitaires de France.

103. Lawrence, E. (2008). Who needs the Stock Market? Part I : the empirical evidence. *Social Science Research Network*.
104. Lazarescu, S. (2003). *Rating Financiar*. Bucuresti: Editura ASE.
105. Lăzărescu, S. (2003). *Rating Financiar*. București: Editura ASE.
106. Le Saout, E. (2006). *Introduction aux Marches Financiers*. Paris: Ed. Economica.
107. Legea 297/2004 privind piața de capital. (2004). *Legea 297/2004 privind piața de capital*.
108. Louis, J.-V., & Devos, D. (1991). *L'ethique des marches financiers - Financial Markets Ethics*. Etudes Europeennes - Colection dirigee par l'institut d'Etudes europeennes.
109. Lowe, J. (2009). *Warren Buffett se destăinuie : iscusința și înțelepciunea celui mai mare investitor al lumii*. București: Injoy Books.
110. LSE. *London Stock Exchange*. Preluat pe 22, 2011, de pe www.londonstockexchange.com
111. Lumperdean, I., & Salanță, M. (2003). *Istoria Economiei*. Cluj-Napoca: Imprimeria Ardealul.
112. Maberly, E. D., & Pierce, R. M. (2004). Stock Market Efficiency Withstands another Challenge: Solving the "Sell in May/Buy after Halloween" Puzzle. *Econ Journal Watch*, 29-46.
113. Marchionni, C., & Vromen, J. (2010). Intruduction "Neuroeconomics: hype or hope?". *17(2)*.
114. Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection. Efficient Diversification Of Investments*. Londra: John Wiley & Sons.
115. McCullough, K., & Blake, R. (2010). *Diary of a hedge fund manager: from the top, to the bottom, and back again*. New Jersey: John Wiley & Sons.
116. Mionel (Pană), O. (2010). *Psihologia investitorului. Tendințe și mutații pe piața financiară internațională*. București: Editura Universitară.
117. Montousse, M., Bourachot, H., & Renouard, G. (2010). *100 Fiches pour comprendre la bourse et les marches financiers*. Paris: Breal Editions.
118. Moraru, L. C., & Tănase, I. (2012). Criza: o revenire la raționalitate. *Economie teoretică și aplicată - Volumul XIX, numărul 2*, 31-39.
119. Morris, C. R. (2010). *Criza economică si profesiile ei*. București: Editura Litera International.
120. Morvan, J. (2009). *Marches et instruments financiers*. Paris: Dunod.
121. Negrea, B., Țâțu, L., Țâțu, D., Murărașu, B., & Ciurila, N. (2009). *Microstructura Piețelor Financiare*. București: Editura Universitară.
122. Negrițoiu, M. (2011). *ASE- Facultatea de Relații Economice Internaționale*. Preluat pe 2011, de pe Instrumentele Pieței de Capital: www.finint.ase.ro/Cursuri/Lecture%25206%2520-%2520obligatiuni%2520si%2520actiuni.ppt
123. Nistor, P. (2011). The Evolution of foreign direct investments in Brazil, Russia, India and China economies (BRIC). *STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, FASCICULUS 1, anul V*, 71-86.
124. Oehler-Șincai, I. M., Ghibuțiu, A., Lianu, C., Miru, N., & Bratu, M. (2010). *Evolții recente ale fluxurilor comerciale și investiționale dintre UE și țările BRIC (Brazilia, Rusia, India, China). Implicații pentru România*. București: Academia Română. Institutul Național de Cercetări Economice "Costin Kirițescu". Institutul de Economie Mondială "Costin Murgescu".
125. Ozdemir, N. (2012). Emerging Market Countries' Access to International. *International Atlantic Economic Society*, 18:215–226.

126. Patel, P. N., Yao, S., & Barefoot, H. (2006). High Yield, Low Payout. *Raport al Credit Suisse*.
127. Phillips, K. (2008). *Bad Money*. New York: Penguin Group.
128. Pin-Houang, C., & Wen-Shen, L. Do macroeconomic factors subsume market anomalies in long investment horizons? *Department of Finance, National Central University, Taiwan*.
129. Plutchik, R. (1991). *The emotions*. Boston: University Press of America.
130. Pop, A. (2004). *Contabilitatea financiară a întreprinderii*. Cluj-Napoca: Editura Dacia.
131. Pop, C. (2000). *Piețe financiare*. Cluj-Napoca: Editura Todesco.
132. Pop, C. (2003). *Tranzacții și piețe financiare internaționale*. Cluj Napoca: Presa Universitară Clujeană.
133. Popa, I. (1993). *Bursa - Volumul I*. București: Editura Adevărul.
134. Popa, I. (1994). *Bursa - volumul II*. București: Editura Adevărul.
135. Popescu, V. (2003). *Piete de capital și Burse de Valori*. București: Editura Cibernetică MC.
136. Popescu, V., & Dumitrescu, M.-A. (1994). *Dicționar de termeni și expresii utilizate în tranzacțiile de bursă*. București: Voreep Ex IM.
137. *Prague Stock Exchange..* Preluat de pe www.pse.cz
138. Prisăcariu, M., Ursu, S., & Andrieș, A. (2008). *Piețe și instrumente financiare*. Iași: Editura Universității "Alexandru Ioan Cuza".
139. Ramsey, D. (2009). *Transformarea financiară totală*. C.N.I. Coresi.
140. Reuters. (2000). *Introducere în Studiul Piețelor de Titluri de Valoare*. București: Editura Economică.
141. Reuters. (2001). *Introducere în studiul analizei tehnice*. București: Editura Economică.
142. Reuters. (2001). *Introducere în studiul produselor financiare derivate*. București: Editura Economică.
143. Reuters. (2002). *Introducere în studiul piețelor de obligațiuni*. București: Editura Economică.
144. Sanfey, A. G., Loewenstein, G., McClure, S. M., & Cohen, J. D. (2006). Neuroeconomics: cross-currents in research in decision making. *10*(3).
145. Sappideen, R. (2009). The paradox of securities markets efficiency : where to next? *Social Science Research Network - Singapore Journal of Legal Studies*.
146. Scheinkman, J. A., & Xiong, W. (2003). Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy, Vol III, Number 6*, 1183-1219.
147. Schneider, R. (2010). *Teza de doctorat: Derivatele financiare și piața obligațiunilor structurate*. Cluj-Napoca.
148. Schroeder, A. (2010). *Bulgărele de zăpadă: Warren Buffett și viața ca afacere*. București: Injoy Books.
149. Schwert, W. G. (2003). *Anomalies and Market Efficiency*. University of Rochester: G.M. Constantinides, M.Harris and R. Stulz.
150. Sciences, D. I. (fără an). *Center for Neuroeconomics Studies*. Preluat pe may 2012, de pe <http://dibs.duke.edu/research/neuroeconomic-studies>
151. **Sechel, I.-C.** (2010). Capital Market and Financial Rating Agencies. *prezentat în cadrul Conferinței "Transylvanian International Economic Conference - Economics and Population in the Post Financial Crises Environment"*.
152. Shiller, R. J. (2011). *The Neuroeconomics Revolution*.
153. Sibex. (2011). *Regulamentul nr 4, privind tranzacționarea pe piața reglementată de instrumente financiare derivate administrată de Sibex*. Sibiu.

154. Sibex. (2012). *Regulament de organizare și funcționare a S.C.Sibex - Sibiu Stock Exchange S.A.* Sibiu.
155. Simon, Y. (1997). *Encyclopedie des marches financiers*. Paris: Editura Economica.
156. Soros, G. (2006). *The Age of Fallibility*. London: Weidenfeld & Nicolson.
157. Soros, G. (2008). *Noua paradigmă a piețelor financiare*. București: Editura Litera Internațional.
158. Spieser, P. (2007). *La Bourse - 3e edition*. Paris: Librairie Vuibert.
159. *Standard and Poors*. (fără an). Preluat de pe www.standardandpoors.com
160. Stoica, O. (2002). *Mecanisme și instituții ale pieței de capital. Piețe de capital emergente*. București: Editura Economică.
161. Stoica, O. (2006). *Inovația financiară și dezvoltarea piețelor de capital*. Iași: Analele Științifice ale Universității Alexandru Ioan Cuza din Iași, LII,LIII.
162. Stoica, V., & Gruia, A.-I. (2006). *Piețe de Capital și Produse Bursiere*. București: Editura Universitară.
163. The Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report - Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Official Government Edition.
164. Todea, A. (2005). *Managementul Investițiilor pe Piața de Capital*. Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință.
165. Town, P. (2008). *Regula nr 1 - Cum să investești la bursă*. București: Editura Meteor Press.
166. Tulai, H. (2004). *Piețe Financiare*. Cluj-Napoca: Editura Casa Cărții de Știință.
167. Ungurean, P. V. (2007). *Bănci, burse și profit pe piața financiară*. Cluj-Napoca: Editura Dacia.
168. Vosgianian, V. (1999). *Reforma pietelor financiare in Romania*. Iasi: Editura Polirom.
169. Wang, P., & Wen, Y. (2010). Speculative Bubbles anf Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
170. *Warsaw Stock Exchange*. Preluat de pe www.gpw.pl
171. Wasendorf, R. R., & McCafferty, T. A. (1993). *All about options. From the inside out*. New York: McGraw-Hill.
172. Wei-Ning, C. (2010). Investigating seasonal anomalies in Asian Stock Market Prices : A stochastic dominance approach. *International Journal of Management*.
173. Weinstein, S. (2010). *Secretele lui Madoff*. Bucuresti: Editura Pandora.
174. Wikinvest. (2012). Preluat pe 2012, de pe http://www.wikinvest.com/wiki/FTSE_100
175. Wójcik, D., & Burger, C. (2010). Listing BRICs: Stock Issuers from Brazil., *ECONOMIC GEOGRAPHY - Clark University*, 275–296.
176. Wu, G., & Xiao, Z. (2008). Are there speculative bubbles in the stock markets? Evidence from an alternative approach. *Statistics and Its Interface - Volume 1*, 307-320.
177. www.census.gov. (2012). *United States Census Bureau*. Preluat pe 2012, de pe www.census.gov
178. www.cftc.gov. (2012). *Commodity Futures Trading Commision*. Preluat pe 2012, de pe www.cftc.gov
179. www.djaverages.com. (2012). *Dow Jones Averages*. Preluat pe 2012, de pe www.djaverages.com
180. www.finra.org. (2012). *Financial Industry Regulatory Authority*. Preluat pe 2012, de pe www.finra.org
181. www.fitchratings.com. (2012). *Fitch Ratings*. Preluat de pe www.fitchratings.com
182. www.fsa.gov.uk. (2012). *Financial Services Authority*. Preluat pe 2012, de pe www.fsa.gov.uk
183. www.ft.com. Preluat pe 2012, de pe Financial Times: www.ft.com

184. [www.geert-hofstede.com](http://geert-hofstede.com). (2012). <http://geert-hofstede.com/romania.html>. Preluat pe 2012, de pe <http://geert-hofstede.com/romania.html>
185. www.icmagroup.org. (2012). *International Capital Market Association*. Preluat pe 2012, de pe www.icmagroup.org
186. www.iosco.org. (2012). *International Organization of Securities Commissions*. Preluat pe 2012, de pe www.iosco.org
187. www.moody.com. (2012). *Moody's*. Preluat de pe www.moody.com
188. www.msci.com. Preluat pe 2012, de pe MSCI: www.msci.com
189. www.nyse.com. Preluat pe 2012, de pe New York Stock Exchange: www.nyse.com
190. www.standardandpoors.com. (2012). *Standard and Poor's Ratings Services*. Preluat de pe www.standardandpoors.com
191. www.wall-street.ro. Preluat pe 2012, de pe Wall-Street: <http://www.wall-street.ro/articol/Piete-de-capital/115306/mai-vin-americanii-pe-bursa.html>
192. www.world-exchanges.org. (2012). *World Federation of Exchanges*. Preluat pe 2012, de pe www.world-exchanges.org
193. Xu, W., & McConnell, J. (2006). Equity returns at the turn of the month.
194. Zhichao, Z. (2008). A new perspective on financial anomalies in emerging markets : the case of China. *Applied Financial Economics*.
195. Zipf, R. (2000). *Piata Obligatiunilor, editia a doua*. București: Editura Hrema.
196. Zweig, J. (2007). *Your Money and Your Brain - How the new science of neuroeconomics can help make you rich*. New York: Simon and Schuster Paperbacks.