

UNIVERSITATEA „BABEȘ-BOLYAI” CLUJ-NAPOCA

FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR

TEZĂ DE DOCTORAT

**PIAȚA DE CAPITAL – EVOLUȚII ȘI INVOLUȚII.
O ANALIZĂ COMPARATIVĂ INTERNAȚIONALĂ**

-Rezumat-

CONDUCĂTOR ȘTIINȚIFIC:

Prof.univ.dr. Ioan BĂTRÂNCEA

DOCTORAND:

Alin-Sorin FETIȚĂ

CLUJ-NAPOCA

2023

CUPRINS

LISTA TABELELOR.....	5
LISTA FIGURILOR	6
LISTA ABREVIERILOR	7
INTRODUCERE.....	8
1. DELIMITĂRI CONCEPTUALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL.....	13
1.1. ACCEPȚIUNI REFERITOARE LA CONȚINUTUL PIEȚELOR DE CAPITAL ȘI A CELOR FINANCIARE	13
1.2. STRUCTURA PIEȚEI DE CAPITAL	16
1.3. ROLUL PIEȚEI DE CAPITAL.....	19
1.4. POTENȚIALUL PIEȚEI DE CAPITAL.....	20
1.5. CONSIDERAȚII REFERITOARE LA CONSOLIDAREA PIEȚEI DE CAPITAL.....	21
1.5.1. Semnificația sintagmei de consolidare a pieței de capital	22
1.5.2. Fazele consolidării pieței de capital.....	22
1.5.3. Dezideratul consolidării pieței de capital.....	28
1.5.4. Avantajele consolidării pieței de capital	28
1.6. PIAȚA DE CAPITAL ROMÂNEASCĂ ȘI ADERAREA LA UE.....	29
1.6.1. Extinderea pieței de capital prin fuziunea BVB-RASDAQ	29
1.6.2. Etapele parcurse în realizarea fuziunii BVB-RASDAQ	29
1.6.3. Reforma legislativă a consolidării pieței de capital autohtone	33
1.6.4. Maturitatea pieței de capital din România – imperativ al consolidării sale reale	35
1.6.5. Perspectivele consolidării pieței de capital românești	36
1.6.6. Liberalizarea circulației capitalurilor și consolidarea pieței de capital.....	38
1.7. SITUAȚIA ECONOMICĂ A ROMÂNIEI	42
1.8. STUDIU EMPIRIC PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL DIN ROMÂNIA	50
2. REPERE ISTORICE CU IMPACT ASUPRA SFEREI DE CUPRINDERE A PIEȚEI DE CAPITAL	66
2.1. CRIZA PETROLULUI DIN ANII 1970 – CAUZA INSTABILITĂȚII ECONOMIEI MONDIALE	66
2.2. „TITRIZAREA” – SOLUȚIA REDUCERII RISCULUI NERAMBURSĂRII CREDITELOR BANCARE.....	69
2.3. EFECTUL „TITRIZĂRII” ASUPRA PIEȚEI MONETARE	70
2.4. ASPECTE PRIVIND CEREREA ȘI OFERTA DE PE PIAȚA DE CAPITAL.....	71
2.4.1. Cererea de pe piața de capital.....	71
2.4.2. Oferta de pe piața de capital	72

2.5. INSTRUMENTELE FINANCIARE – OBIECT AL TRANZACȚIONĂRII DE PE PIAȚA DE CAPITAL.....	76
2.5.1. Valorile mobiliare	76
2.5.2. Acțiunile.....	77
2.5.3. Tipuri de acțiuni.....	79
2.5.4. Drepturile acționarilor	81
2.5.5. Accepțiuni ale valorii unei acțiuni.....	84
2.5.6. Abordări în evaluarea acțiunilor	85
2.5.7. Analiza economică - componentă importantă a cotației acțiunilor.....	86
2.6. MODELAREA ECONOMETRICĂ A LEGĂTURILOR DINTRE PERFORMANȚĂ ȘI INDICATORII BURSIERI ÎN BĂNCI COTATE LA NEW YORK STOCK EXCHANGE .	88
3. ANALIZA FUNDAMENTALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL. STUDII EMPIRICE	101
3.1. NIVELURI ALE ANALIZEI FUNDAMENTALE	102
3.1.1. Analiza pieței de negociere dintr-o economie.....	102
3.1.2. Analiza firmei emitente	105
3.2. ANALIZA SITUAȚIILOR FINANCIARE.....	106
3.3. METODE DE EVALUARE A ACȚIUNILOR ȘI OBLIGAȚIUNILOR	107
3.3.1. Metode de determinare a valorii acțiunilor cotate la bursă.....	107
3.3.2. Particularități ale evaluării obligațiunilor.....	109
3.4. STUDII EMPIRICE CU PRIVIRE LA FACTORII DETERMINANȚI AI EVOLUȚIEI INDICATORILOR BURSIERI LA NEW YORK STOCK EXCHANGE	111
3.4.1. Studiu empiric pentru companii din industria farmaceutică	111
3.4.2. Studiu empiric pentru companii din industria energetică	119
3.4.3. Studiu empiric pentru companii din industria auto	126
4. PIAȚA DE CAPITAL – ÎNTRE CERTITUDINE ȘI CONJUNCTURĂ.....	136
4.1. PIAȚA DE CAPITAL ȘI CRIZELE ECONOMICE.....	136
4.1.1. Marea Depresiune (1929–1933)	136
4.1.2. Premisele mării crize economice.....	137
4.1.3. Cauzele declanșatoare ale Marii Depresiuni	139
4.1.4. Explicația keynesiană	139
4.1.5. Explicația monetaristă.....	140
4.1.6. Sistemul monetar cu etalon aur	140
4.1.7. Abordarea neoclasică.....	141
4.1.8. Explicația școlii austriece	141
4.1.9. Distribuția inegală a averilor și a veniturilor	142
4.1.10. Îndatorarea excesivă și deflația	142
4.1.11. Slăbiciunile și dezechilibrele sistemului bancar	142
4.1.12. Prăbușirea comerțului internațional.....	143
4.1.13. Efectele și modul de manifestare al crizei economice mondiale	144
4.2. COMPARAȚII ÎNTRE CRIZA FINANCIARĂ DIN PERIOADA 2007–2009 ȘI MAREA CRIZĂ ECONOMICĂ MONDIALĂ.....	148
4.2.1. Fundalul apariției turbulențelor financiare și economice.....	149
4.2.2. Cauzele care au generat declanșarea crizei financiare mondiale.....	150
4.2.3. Rolul băncii centrale	151
4.2.4. Commodity bubble.....	153

4.2.5. Împrumuturile subprime	154
4.2.6. Creditarea „boom-ului” imobiliar.....	154
4.2.7. Dereglementarea sistemului financiar	155
4.2.8. Creșterea datoriei și creșterea ratelor pârghiilor financiare.....	155
4.2.9. Inovație și complexitate financiară.....	156
4.2.10. Boom-ul imobiliar și prăbușirea sistemului bancar din „umbră”	156
4.2.11. Criza sistemică	157
4.2.12. Creșterea balonului imobiliar	157
4.3. EFECTELE CRIZEI FINANCIARE GLOBALE ÎN DIVERSELE CANALE ALE ECONOMIEI MONDIALE.....	158
4.3.1. Comerțul și producția industrială	158
4.3.2. Șomajul	159
4.3.3. Asigurările	159
4.3.4. Piețele financiare.....	160
4.3.5. Cele mai afectate state ale lumii și perspective oficiale	160
4.3.6. Comparații cu Depresiunea. Există posibilitatea declanșării unei noi Mari Depresiuni?	161
4.3.7. Propuneri de reglementare	163
4.4. STUDIU DE CAZ: CRIZA FINANCIARĂ DIN PERIOADA 2007–2009 ȘI ECONOMIA ROMÂNIEI	163
4.5. IMPORTANȚA EVENIMENTELOR GEOPOLITICE CURENTE ÎN CONTEXTUL PIEȚELOR FINANCIARE INTERNAȚIONALE.....	170
4.5.1. Scurtă incursiune în istoria conflictului dintre Rusia și Ucraina	172
4.5.2. Consecințele conflictului dintre Rusia și Ucraina asupra economiei și piețelor financiare internaționale	174
4.5.3. Implicațiile mondiale pe termen lung ale conflagrației dintre Rusia și Ucraina	180
CONCLUZII	190
BIBLIOGRAFIE.....	201
ANEXE.....	212

CUVINTE-CHEIE: piața de capital; bursa de valori; criza petrolului; valori mobiliare; marea depresiune; criza financiară; prețul pe acțiune; câștigul pe acțiune; efecte ale războiului ucrainean.

INTRODUCERE

De-a lungul timpului, sistemele economice internaționale s-au confruntat cu numeroase perioade de instabilitate economică și de criză, acestea repetându-se la anumite intervale de timp și fiind caracterizate de intensități diferite (Tucker, 2009). Factorii care au stat la originea crizelor sunt de natură internă și externă, iar gradul în care aceștia acționează depinde de deciziile manageriale și de asumarea condițiilor macroeconomice în alegerea strategiilor adoptate.

Particularitățile recente crize COVID-19, precum și evoluția piețelor de capital constituie coordonatele generale care stau la baza alegerii temei de cercetare cu titlul **Piața de capital – evoluții și involuții. O analiză comparativă internațională**. Trecerea în revistă și analiza momentelor de criză care au influențat piața de capital la nivel mondial va permite identificarea factorilor care au dus la apariția unor astfel de fenomene și măsurile care pot fi întreprinse în vederea evitării acestora în viitor.

Un investitor conștient nu poate să ignore ceea ce se întâmplă în afara pieței de capital atunci când se orientează către plasamentele viitoare de capital. În analiza piețelor de capital, evoluția macroeconomică a țărilor lumii este percepută drept factor important care influențează în mod determinant evoluția viitoare a piețelor financiare, fiind considerate indicatoare ale evoluției bursiere, „oglinzi” sau „barometre”. De asemenea, nici influența statului nu poate fi ignorată deoarece acesta are puterea de a se folosi de anumite mijloace, de exemplu pârghiile fiscale, pentru a încuraja un anumit comportament din partea investitorilor, sau dimpotrivă, pentru a-l descuraja. Un exemplu evident este neimpozitarea profiturilor provenite de pe piața de capital în anul 2009.

Conținutul tezei de doctorat

Prezenta teză de doctorat poate fi considerată un **ghid util** pentru cei care doresc să înțeleagă modul de manifestare și de soluționare a unei crize financiare, precum și comparația între o depresiune economică și o recesiune economică. Cercetarea este amplă, se adresează studenților economiști și specialiștilor ce doresc să se familiarizeze cu subiectul Marii Depresiuni, respectiv cu tema crizei financiare globale. În acest sens, această cercetare este și o **bază pentru studiile viitoare** în domeniu.

Teza cuprinde o introducere, patru capitole, studii de caz la fiecare capitol și o secțiune de concluzii.

În **capitolul 1** intitulat *Delimitări conceptuale privind piața de capital* sunt tratate o serie de aspecte privind structura și rolul pieței de capital, inclusiv stadiul cunoașterii, urmate de o analiză a potențialului acestei piețe la nivel național și internațional. Am considerat util să tratez și subiectul consolidării pieței bursiere din România, precum și evoluția pieței de capital românești în context european și perspectivele acesteia. Am analizat situația economică prezentă a României și anticipările privind evoluția viitoare ale acesteia. În studiul de caz din acest capitol am analizat legăturile dintre evoluția economiei în contextul crizei financiare și evoluția pieței de capital.

În **capitolul 2** denumit *Repere istorice cu impact asupra sferei de cuprindere a pieței de capital* am considerat utilă abordarea următoarelor subiecte: evoluția piețelor financiare internaționale din ultimele decenii, cererea și oferta de capital, participanții și instrumentele financiare negociate pe aceste piețe. De asemenea, am tratat diferite abordări ale investitorilor pe piața de capital exemplificate printr-un studiu privind plasamentele în societăți din domeniul financiar realizat pe un eșantion de 26 de bănci din țări dezvoltate și emergente.

În **capitolul 3** privind *Analiza fundamentală a pieței de capital. Studii empirice* am abordat următoarele problematice: nivelurile de realizare a analizei fundamentale, indicatorii utilizați și semnificația lor, modelele de evaluare a celor mai cunoscute instrumente financiare. Studiile de caz din acest capitol realizează o comparație între oportunitățile de investire oferite înainte și pe parcursul crizei pandemice de către industriile farmaceutică, energetică și auto din diverse țări.

Capitolul 4 tratează *Piața de capital – între certitudine și conjunctură*. Acesta conține o serie de studii privind interdependența dintre piața de capital și crizele economice cu o analiză comparativă între Marea Depresiune din perioada 1929–1933 și criza financiară din perioada 2007–2009, un studiu privind efectele crizei financiare asupra României, precum și impactul pe care războiul din Ucraina îl are asupra piețelor de capital internaționale.

Originalitatea demersului științific, scopul cercetării, motivarea alegerii temei și metodologia de cercetare

Originalitatea tezei constă în faptul că realizează o paralelă amplă și detaliată între cea mai profundă criză economică, cunoscută în istorie cu denumirea de Marea Depresiune din perioada 1929–1933, și ultima criză financiară mondială. Cercetarea își propune să ofere o explicație la criza financiară și economică care se preconizează la momentul actual prin prisma

analogiei dintre cauzele și efectele crizei financiare asupra economiei mondiale și caracteristicile Marii Crize economice din perioada 1929–1933.

Pe de o parte, problemele tratate vizează analiza originii, factorilor declanșatori, efectelor și soluțiilor aplicate pentru reglementarea și revigorarea economiei mondiale în perioada 1929–1933. Marea Depresiune s-a declanșat în anul 1929 pentru majoritatea țărilor lumii și s-a sfârșit la momente diferite în anii 1930, iar pentru anumite state criza s-a încheiat abia în anii 1940. Marea criză a apărut ca urmare a măsurilor de tip intervenționist, bazate pe evaluări eronate, fiind susținută și de o colaborare deficitară între diferitele organizații publice ale SUA (Wheelock, 1995, 2008).

Pe de altă parte, teza abordează amploarea crizei financiare din anii 2007–2009. Criza financiară de la sfârșitul anilor 2000 marchează o încetinire a creșterii economice. A fost considerată prima mare criză sincronizată la nivel mondial, confirmând faptul că pentru prima dată economiile lumii s-au contractat simultan după anul 1947.

Pe parcursul tezei am arătat faptul că această criză financiară mondială din perioada 2007–2009 s-a manifestat după două decenii de inflație stabilă și scăzută, fiind denumită și criza subprime. Aceasta a generat scăderea bruscă a lichidităților pentru piețele mondiale de credit și băncile din întreaga lume, fiind cauzată de falimentul investitorilor în ipotecile subprime, cu un risc ridicat. Cauzele crizei s-au întrevăzut încă de la sfârșitul secolului trecut, dar punctul maxim al crizei financiare a fost în atins între 2007 și 2008. Astfel, lichiditatea în exces a generat o serie de cauze precum securitizarea, dezintermedierile financiare, evaluările eronate ale agențiilor de rating și unele dereglementări, care au declanșat criza financiară mondială (Casu et al., 2013; Hatzius et al., 2010). Principala consecință a crizei la nivel internațional a fost recesiunea economică, care s-a extins asupra economiei globale pe mai multe canale: comercial, financiar, curs de schimb, încredere.

În teza de doctorat am arătat măsurile pe care le-au întreprins guvernele din Statele Unite, Germania, Franța, Belgia etc. pentru contracararea și limitarea efectelor crizei prin adoptarea unor serii de reglementări care au generat lichidități pe piața de capital. Între acestea amintim recapitalizarea unor bănci, acordarea de garanții guvernamentale pentru împrumuturi, cumpărarea de active toxice din portofoliul unor bănci, reducerea ratelor dobânzii etc.

Pentru elaborarea tezei de doctorat am întreprins în primul rând o analiză a literaturii de specialitate privind piața de capital. Prin urmare, am identificat și prezentat critic ideile din

studiile unor autori din țară și din străinătate. Apoi, am întreprins analize ale performanțelor piețelor bursiere din străinătate și din România, accentuând raportul dintre eficiența piețelor de capital și elementele conjuncturale ce au acționat asupra pieței. În urma constatărilor făcute, am formulat unele sugestii care să ducă la îmbunătățirea activității pe piața de capital. Baza de date utilizată în analizele întreprinse se referă la situațiile financiare ale băncilor și companiilor cotate pe piața de capital. Analiza și interpretarea datelor s-a făcut cu ajutorul modelelor econometrice aplicate unor date de tip panel și cu ajutorul unor metode moderne de analiză economico-financiară. Rezultatele cercetării din teza de doctorat se regăsesc în articole publicate în reviste indexate în baze de date precum Scopus, EBSCO, RePEc etc.

Motivarea acestei teze de doctorat a izvorât din realitatea de necontestat potrivit căreia mutațiile care au loc la nivel macroeconomic și, mai ales, la nivel financiar determină schimbări profunde ale piețelor de capital în vederea atingerii obiectivelor propuse. Piața de capital reprezintă o componentă fundamentală a economiei, iar contextul din ultimele decenii, marcat de apariția unor noi riscuri și incertitudini, m-a determinat să extind cercetarea în realitatea actuală, să evidențiez comparativ diferite crize, să identific cauzele acestora și soluții pe care piața de capital le poate adopta pentru prevenirea unor contexte similare. Astfel, am explorat teorii și concepte legate de crizele financiare, performanța și cotația la bursă a acțiunilor unor bănci, companii din industria farmaceutică, energetică și auto în încercarea de a identifica legătura dintre acestea.

Cercetarea a fost influențată și de experiența personală, atât în calitate de medic, cât și ca om de afaceri implicat în managementul unor proiecte de investiții și tranzacțiile bursiere.

Metodologia de cercetare s-a concentrat asupra analizei dinamicii indicatorilor de performanță ai pieței de capital în condiții de criză economică. Abordările cantitative au utilizat ca metodologie analiza indicilor și analiza datelor de tip panel cu ajutorul regresiei, majoritatea studiilor axându-se asupra piețelor de capital în perioada 2008–2021, cu scopul de a surprinde perioada crizei financiare, dar și perioada crizei sanitare care a generat o instabilitate economică accentuată.

CAPITOLUL 1. DELIMITĂRI CONCEPTUALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL

În lumea contemporană, economiile nu sunt doar interconectate și interdependente, dar au la baza funcționării și dezvoltării lor un sistem bine structurat de piețe, începând cu cele ale materiilor prime, continuând cu cea a forței de muncă și până la cele specifice sistemului financiar. Una dintre componentele fundamentale este piața care asigură legătura dintre solicitanții de fonduri și investitorii care le oferă acestora resursele financiare necesare dezvoltării. Se creează astfel un flux financiar cu dublu sens: pe de o parte cei cu nevoi de finanțare își procură resursele necesare funcționării și expansiunii, pe de altă parte cei care le pun la dispoziție fondurile necesare participă la distribuirea unei părți din profiturile realizate de cei dintâi și au șansa de a-și maximiza averea. Aceasta în condițiile în care prin diversificare pot diminua riscurile aferente oricărei investiții (Blake & Cairns, 2021; Cocriș & Andrieș, 2010).

Piața de capital facilitează realizarea unor fluxuri de bani între cei cu excedent de resurse și cei cu deficit și nevoi de finanțare (Short, 2023). În opinia unor economiști din România, piața de capital – denumită și piața financiară – ar fi locul unde se centralizează cererea și oferta de hârtii de valoare pe termen lung, în speță peste 5 ani (Kirișescu & Dobrescu, 1998). Într-o altă viziune, piața financiară este văzută ca una de emisiune și negociere a instrumentelor financiare pe termen lung (Pilverdier-Latrete, 2002).

Mulți specialiști consideră că nu se poate face o diferențiere între piața de capital și piața financiară. Aceștia susțin că piața financiară cuprinde piața titlurilor de valoare sau a valorilor mobiliare, cea monetară și a asigurărilor. Prima componentă mai este desemnată și ca fiind piața de capital (Vosganian, 1999).

Se insistă pe termenul pe care se fac operațiunile în cadrul acestor piețe diferite, dar complementare. Astfel, piața monetară concentrează tranzacții cu termene cuprinse între câteva ore până la un an, în timp ce tranzacțiile pe termen lung se efectuează pe piața de capital (Kemp, 2009; Mishkin, 2010). Influența factorului timp este evidențiată și de către alți autori, menționându-se distincția între piața banilor destinată împrumuturilor cu maturități mai mici de 1 an și piața de capital dedicată instrumentelor de capital precum acțiunile și a celor de datorie cu scadența de peste 1 an.

Alți specialiști consideră că, indiferent de termenul pentru care se facilitează colectarea și apoi redistribuirea disponibilităților bănești existente la nivelul societății, piața de capital este cea mai vastă, deoarece obiectul de negociere îl reprezintă titlurile care facilitează circulația capitalurilor de la deținătorii de fonduri la cei cu nevoi de finanțare (Tulai, 2003).

Deoarece conținutul și rolul lor fac obiectul unor opinii divergente ale specialiștilor, piața de capital și cea financiară fiind considerate sinonime, cele două categorii se completează reciproc: acestea sunt interdependente, în strânsă legătură cu reglementările naționale în vigoare (Anghelache, 2009). De asemenea, se consideră că piața de capital incită posesorii de capitaluri disponibile să împartă cu alți numeroși investitori o serie de riscuri certe, favorizând diversificarea și asumarea unor riscuri care nu ar putea fi tolerate la nivelul investitorului individual (Fang, Huang, & Wierman, 2019; Halim, Riyanto, & Roy, 2022; Tan et al., 2023).

Referitor la sfera de cuprindere a pieței de capital, unii autori susțin că această piață include și piața asigurărilor, piața valutară și piața ipotecară, care se suprapun însă cu piața financiară (Anghelache, 2003). Alte opinii prezintă piața de capital în sens restrâns, ca fiind o piață a capitalurilor pe termen lung (Stancu et al., 2017).

Piața banilor („money market”) și piața de capital sunt de fapt piețe financiare, dar diferă natura și maturitatea titlurilor financiare care se tranzacționează în cadrul lor (Cardella, Kalcheva, & Shang, 2017; Davidson, 2009; Duflo, Miculescu, & Burlaud, 2002). Astfel, piața monetară este piața instrumentelor de datorie pe termen scurt (sub 1 an), în timp ce piața de capital este piața titlurilor de credit pe termen lung și a acțiunilor.

De asemenea, unii autori consideră că operațiunile care au în vedere plasamente pe termen lung cu acțiuni sau obligațiuni sunt derulate pe piața de capital, iar cele cu titluri pe termen scurt precum certificatele de depozit sau de trezorerie sunt specifice pieței monetare (Beju, 2004; Dalton, 2000; Wilson & Caldecott, 2023).

În ceea ce privește abordarea acestei problematici în legislație, Directiva 65 a Comisiei Europene cunoscută sub denumirea de MiFID II (2014) prevede faptul că instrumentele monetare se tranzacționează pe o piață dedicată lor, având același nume. Pe de altă parte, legislația națională ce implementează directiva europeană, adică Legea 126/2018, definește instrumentele pieței monetare ca fiind o categorie de instrumente financiare, care sunt negociate „ab initio” pe piața de capital.

De asemenea, rezoluția adoptată de Parlamentul European în anul 2016 susține crearea C.M.U. (i.e., Capital Market Union), o piață de capital unificată, ca soluție la apariția unei piețe fără frontiere și reglementări armonizate. Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene (2012) folosește de asemenea conceptele distincte de piață monetară și piață de capital ca părți ale pieței financiare.

Prin urmare, conceptele de *pieață financiară* și *pieață de capital* nu au definiții riguroase, părerile specialiștilor fiind împărțite privind conținutul și sfera lor de cuprindere. Pe baza literaturii de specialitate, am constatat faptul că există două accepțiuni privind cele două concepte. O primă accepțiune este *viziunea anglo-saxonă*. Piața financiară este considerată categoria economică mai cuprinzătoare având în structura sa două elemente:

- *pieața banilor* sau *pieața monetară*, care asigură un transfer intermediat de către instituțiile financiare a resurselor, fiind aplicabil pe termen scurt.
- *pieața capitalurilor*, care asigură transferul direct și nemijlocit al resurselor financiare, fiind aplicabil pe termen lung.

A doua accepțiune a apărut pe *continentul european*, mai întâi în Franța, fiind apoi împărtășită de majoritatea țărilor din Uniunea Europeană, constituind un reper al directivelor europene în domeniul reformării și armonizării piețelor financiare (Martinez, Philippon, & Sihvonon, 2022). În acest caz, întregul este reprezentat de piața unificată a capitalurilor, având de asemenea două componente:

- *pieața monetară* sau a *creditului*, considerată o piață de capital pe termen scurt;
- *pieața financiară*, considerată o piață de capital pe termen lung.

Consider că a doua accepțiune este mai bine fundamentată. Aceasta deoarece făcând abstracție de durata finanțărilor sau de natura controversată a unor titluri precum bonurile de tezaur (apreciate de unii drept instrumente de piață monetară sau titluri pe termen lung), o piață care asigură întâlnirea cererii cu oferta de capital ar trebui în mod natural să fie denumită simplu: piață de capital.

De asemenea, am abordat probleme ale consolidării pieței de capital și m-am axat asupra fazelor consolidării pieței de capital în România. În finalul capitolului am prezentat un studiu empiric cu privire la piața de capital din România. Potrivit rezultatelor, aceasta a fost influențată de evoluția precedentă a PIB, cheltuielilor și veniturilor guvernamentale din perioadele precedente, fiind caracterizată de volatilitate crescută.

CAPITOLUL 2. REPERE ISTORICE CU IMPACT ASUPRA SFEREI DE CUPRINDERE A PIEȚEI DE CAPITAL

Încă din anii 1970, evoluția sistemelor financiare naționale și internaționale și, în cadrul acestora, a piețelor de capital a fost puternic marcată de fenomenele destabilizatoare din economia mondială, cum au fost stocurile petroliere din anii 1973 și 1979. Ele au determinat o instabilitate accentuată a cursurilor valutare și a ratelor dobânzii. În aceste condiții, piața de capital a intrat într-un climat financiar total nou, care a determinat creșteri rapide și reforme instituționale profunde.

Noul climat, caracterizat printr-o mare varietate a prețurilor, ratelor de schimb și ratelor dobânzii a provocat riscuri noi și a accentuat riscurile tradiționale (Zhang et al., 2022). Pentru diminuarea, sau cel puțin pentru atenuarea lor, au fost concepute de către bănci noi tehnici și instrumente financiare. Ele s-au adresat atât intermediarilor financiari, cât și investitorilor de pe piețele monetare și financiare, fiind denumite, generic, inovații ale piețelor financiare. După scopul lor, care constituie criteriul de bază utilizat pentru clasificarea inovațiilor financiare, acestea sunt de două feluri:

- 1) *inovații prin care se creează lichidități*, numite și instrumente de credit;
- 2) *inovații prin care se transferă riscurile*, numite și instrumente de garantare.

Prima categorie de inovații financiare se caracterizează prin faptul că debitorii **emit direct** instrumente negociabile pe termen scurt, sau transformă în astfel de instrumente creanțe nenegociabile (creditele bancare), procesul fiind denumit generic „titrizare”.

Inovațiile pe linia transferului riscurilor au apărut din necesitatea de a asigura un flux cât mai constant pentru capital, în condițiile instabilității accentuate a cursurilor valutare și a ratelor dobânzii, care generau permanent riscuri, atât pentru debitori, cât și pentru creditori, de a pierde contractele încheiate.

În mod concret, creșterea prețului petrolului și a altor materii prime de bază din cursul anilor 1970 a generat schimbări structurale profunde în funcționarea sistemelor financiare din cauza implicării tuturor categoriilor de țări care formau economia mondială: 1) țări în curs de dezvoltare – exportatoare și importatoare de petrol; 2) țări dezvoltate din punct de vedere economic (țări industrializate).

În condițiile creșterii prețului petrolului și altor materii prime de bază, țările exportatoare (de obicei în curs de dezvoltare) au înregistrat excedente masive în dolari americani ale bilanțelor de plăți externe. Pe de altă parte, țările subdezvoltate (importatoare de petrol și materii prime de bază) înregistrau puternice deficite ale bilanțelor de plăți externe. Reciclarea excedentelor de dolari, proveniți din exportul de petrol (i.e., petrodolarilor) pentru acoperirea deficitelor țărilor subdezvoltate importatoare s-a realizat prin sistemele bancare ale țărilor industrializate. Evident sub forma acordării de credite bancare țărilor cu deficite, pe seama depozitelor de dolari primite din partea țărilor exportatoare de petrol. Beneficiarii de credite plăteau dobânzi din care se suportau dobânzile pe care băncile respective le plăteau deponenților de dolari, diferența constituind profitul băncilor creditoare. Din păcate, lichiditățile băncilor din țările industrializate creșteau permanent, pentru că: a) sporeau excedente de petrodolari pe măsură ce prețul petrolului creștea; b) prin acordările în cont și rambursările de credite pe termen scurt, se producea un proces de multiplicare a dolarilor americani în afara granițelor SUA. Deci fără ca acest proces să poată fi controlat prin măsuri de politică monetară.

Mărimea coeficientului de lichiditate din depozitele în valută este apreciată de fiecare bancă, conform politicii sale de credit, nefiind influențată de politica de credit a băncii centrale, ca și în cazul depozitelor în moneda națională (Elul, 2008). Am constatat că lichiditatea băncilor comerciale din țările dezvoltate creștea, nu doar pe măsura creșterii prețului petrolului și a altor materii prime de bază, ci și prin multiplicarea acestora pe măsura folosirii lor pentru creditarea țărilor subdezvoltate (Marz & Pfeiffer, 2023). Evident că, în aceste condiții, băncile creditoare nu mai erau preocupate să urmărească destinația creditelor acordate în dolari. Interesul lor se limita, din ce în ce mai mult, la asigurarea plasării prin credite a unei părți cât mai mari din depozitele în dolari primite spre fructificare. Iar când, la scadență, debitorii nu puteau restitui creditele, căci le dăduseră destinație de consum, tot băncile le ofereau soluția: acordau debitorului un credit mai mare, cu o parte se restituia cel scadent, debitorul obținând o nouă scadență pentru tot creditul.

Este simplu de imaginat că, mai devreme sau mai târziu, acest mecanism avea să creeze mari acumulări de datorii, mai ales în sarcina țărilor importatoare de petrol. Dar, cu timpul, au început să realizeze deficite chiar țările exportatoare de petrol, care importau masiv produse manufacturate. Căci, nota de plată a petrolului importat de țările producătoare de produse manufacturate (țări industrializate) era inclusă în costul produselor respective. Odată cu ajungerea pe piață a produselor manufacturate al căror cost includea prețul crescut al petrolului, deficitele

balanțelor de plăți externe s-au accentuat la nivelul țărilor subdezvoltate importatoare de petrol și de produse manufacturate. La acestea s-au adăugat deficitele balanțelor de plăți externe ale unor țări exportatoare de petrol al căror excedent a scăzut prin creșterea prețurilor produselor manufacturate chiar până la dispariție, ele începând să înregistreze deficite.

Pe acest fond s-a declanșat, la data de 4 august 1982, criza datoriilor externe ale țărilor în curs de dezvoltare. Mai precis, Mexic (țară exportatoare de petrol) și-a anunțat incapacitatea de plată a datoriilor externe. Era însă doar începutul celei mai mari crize a Sistemului Monetar Internațional creat, în 1944, la Bretton-Woods, respectiv criza datoriilor externe ale țărilor în curs de dezvoltare.

În finalul acestui capitol am prezentat o cercetare empirică folosind datele unor bănci listate la New York Stock Exchange din state precum Brazilia, Argentina, Chile, Statele Unite, Franța, Marea Britanie, Austria și Germania. Potrivit rezultatelor, indicatorii de performanță au influențat pozitiv prețul pe acțiune, câștigul pe acțiune, determinând investitorii să aibă încredere în prudența managementului bancar. În același timp, am constatat faptul că rata eficienței „cost-venit” a influențat negativ prețul pe acțiune, aceasta însemnând că investitorii au fost mai rezervați asupra acțiunilor de creditare a economiei din partea unor bănci. De asemenea, gradul de îndatorare a băncilor a influențat negativ câștigul pe acțiune, având consecințe nefavorabile asupra investitorilor.

Rezultatele au arătat că dividendul pe acțiune nu a fost influențat semnificativ de indicatorii de performanță. De asemenea, finanțarea din fluxul de numerar a fost asigurată prin creșterea datoriilor, un aspect negativ care va afecta în viitor prețul acțiunilor bancare. Mai mult, prețul pe acțiune a fluxului de numerar a fost influențat negativ de indicatorii de performanță și de indicatorii de eficiență. Pornind de la acest rezultat, managementul băncilor ar putea constata faptul că activitatea de creditare nu generează suficient numerar care să acopere creditele neperformante acordate. Prin urmare, s-ar impune o analiză riguroasă de creditare și de recuperare a creditelor neperformante.

CAPITOLUL 3. ANALIZA FUNDAMENTALĂ A PIETEI DE CAPITAL. STUDII EMPIRICE

Analiza fundamentală nu este un instrument economic foarte cunoscut. Explicarea conceptului de analiză fundamentală se poate realiza precizând: Care este punctul de pornire al analizei fundamentale? Care este obiectul ei? Ce rol are? În ce constă analiza fundamentală?

Răspunsul la prima întrebare este unul simplu: dorința de a obține cât mai mulți bani. Iar investițiile reprezintă modul în care pot fi obținuți acești bani. Alegerea celei mai potrivite căi de investiție poate fi un proces dificil, datorită multitudinii și varietății instrumentelor disponibile, instabilității pe care o traversează anumite piețe, perioade de tranziție etc. Din cauza scăderii dobânzilor bancare, tot mai mulți sunt cei care caută alternative de investire pentru disponibilitățile bănești deținute. De exemplu, investiția în acțiuni. Fiecare investitor dorește să își maximizeze câștigul, dar în condiții de risc acceptabil.

În urma investiției în acțiuni, câștigul nu este garantat, fiind influențat de o serie de factori. Totuși, investitorii aleg acțiunile pentru:

- **stocarea valorii:** cei care sunt preocupați de acest aspect investesc mai ales în acțiunile nonspeculative și totodată în așa-numitele „blue chips”. Pentru acești investitori este importantă calitatea titlului.

- **acumularea de capital:** investitorii au în vedere investițiile pe termen lung, ei cumpără acțiuni cu potențial de creștere, care oferă un dividend constant și consistent, în scopul măririi averii.

- **sursă de venit:** pentru acești investitori este importantă existența unui flux constant și sigur de dividende, din acest motiv, ei preferă titlurile cu randament crescut.

Decizia de cumpărare a unor acțiuni nu este luată la întâmplare. Înainte de a decide, investitorul trebuie să fie pregătit să își asume anumite riscuri, cu alte cuvinte să piardă. Criteriile care stau la baza selectării titlurilor de valoare sunt următoarele:

- **siguranța:** reprezintă riscul minim de a pierde, profitabilitatea investiției este direct proporțională cu riscul asumat.

- **riscul:** este unul dintre „mecanismele-cheie” ale evoluției economiei. Fiecare decizie luată în activitatea de zi cu zi implică riscuri. Există mai multe tipuri de risc, iar fiecare dintre acestea trebuie analizat separat:

- **risc de inflație:** specific pentru economiile în tranziție (Vosganian, 1999) cum este cea românească. Riscul inflației apare atunci când rata inflației este diferită de cea anticipată; există pericolul ca beneficiile din investiție să nu țină pasul cu rata inflației.

- **risc de rată a dobânzii:** apare în special la acțiunile preferențiale și la obligațiuni și are legătură cu modificarea ratei dobânzii din economie. Dacă ratele dobânzilor cresc vertiginos, investitorii pot câștiga mai mult pe piața obligațiunilor. În consecință, investitorii vând acțiunile și își transferă fondurile pe piața obligațiunilor, aceste transferuri conduc însă la scăderea prețurilor acțiunilor. Atunci când ratele dobânzilor scad, apare situația inversă.

- **riscul afacerii:** din cauza managementului companiei, a produselor necompetitive etc. câștigurile nu sunt cele anticipate, ceea ce duce la obținerea de dividende mai mici;

- **risc de piață:** cauzat de mișcările generale ale pieței de capital. Toate companiile sunt afectate simultan de anumite evenimente, de exemplu război, recesiune, inflație. Investitorii se așteaptă la o compensație pentru asumarea acestui risc;

- **venitul:** se referă la cât de mult câștigă investitorul raportat la riscul asumat;

- **creșterea:** se referă la creșterea în timp a valorii acțiunii; diferența dintre titluri este dată mai ales de ritmul creșterii;

- **lichiditatea:** se referă la ușurința cu care titlul se transformă în bani (Djebali & Zaghdoudi, 2020).

Analiza fundamentală se bazează deci pe prelucrarea, analiza și interpretarea informațiilor regăsite în raportările financiare, precum și pe informații și prognoze referitoare la industria întregi, la starea economiei naționale și contextul macroeconomic. Scopul acestei analize este de a determina *valoarea intrinsecă* a unei acțiuni, respectiv valoarea teoretică pe care aceasta ar trebui să o aibă. În vederea determinării valorii intrinseci, analiza financiară utilizează o serie de informații, prognoze, metode, tehnici și modele pentru a fundamenta valoarea teoretică pe care o acțiune o are, luând în considerare o varietate de aspecte.

Analiza tehnică se bazează pe studiul evoluției cursurilor bursiere și a trendurilor pe care acestea le urmează. Astfel, luarea deciziei de vânzare sau cumpărare a unor acțiuni depinde de aceste aspecte. Spre deosebire de analiza fundamentală, analiza tehnică nu folosește decât informațiile oferite de piață. Premisa este că nu există un instrument de evaluare mai bun decât însăși piața. Analiza factorilor macroeconomici, sectoriali și de la nivelul societății emitente nu

este necesară deoarece piața furnizează cele mai valoroase informații referitoare la cursul viitor al unei acțiuni (Han & Song, 2012; Reilly & Brown, 2002: 626).

Cu alte cuvinte, analiza fundamentală urmărește stabilirea unei valori teoretice la nivelul unei acțiuni cu scopul comparării acesteia cu valoarea de piață, având la bază o serie de informații utile. Obiectivul analizei fundamentale este de a selecta acele acțiuni pentru care se va obține rentabilitate maximă în contextul corectării cursului de către piață. Analiza tehnică urmărește determinarea evoluției viitoare a cursului, bazându-se pe trendul furnizat de piață. De aceea, atât analiza tehnică, cât și analiza fundamentală urmăresc determinarea evoluției viitoare a cursului unei acțiuni. Analiza fundamentală urmărește să explice această evoluție în mod logic și structurat, iar analiza tehnică vizează doar să prevadă evoluția.

Analiza fundamentală este esențială în alegerea portofoliului de acțiuni. Astfel, investitorul ia decizii în funcție de: informațiile din situațiile financiare; informațiile privind domeniul în care activează compania; prețul acțiunilor. Pe lângă faptul că folosește o mare varietate de indicatori economici, analiza fundamentală necesită și intuiție din partea analistului care se aventurează în realizarea ei. În cadrul analizei fundamentale un loc aparte îl are analiza macroeconomică. Analiza economiei la nivel macro este utilizată pentru a determina dacă situația dintr-o țară asigură un cadru corespunzător pentru piața de capital și, în special, pentru piața bursieră. În această etapă este necesar să se răspundă la mai multe întrebări precum:

- Rata inflației este în creștere?
- Care este nivelul consumului dintr-o țară?
- Balanța de plăți externe este deficitară?
- Bugetul de stat are un deficit excesiv?

Răspunsurile la aceste întrebări indică modul în care condițiile macroeconomice acționează asupra pieței bursiere. Analistii din economie și alți specialiști sunt de părere că anumite instituții ale statului (e.g., Ministerul Finanțelor, Banca Națională) au un impact major asupra economiei deoarece controlează politica monetară și fiscală (Vosganian, 1999). De fapt, aceste „forțe economice” acționează asupra tuturor industriilor și companiilor.

Politica fiscală poate încuraja sau descuraja investițiile. De asemenea, economia poate fi influențată și de creșterea sau micșorarea cheltuielilor cu apărarea, protecția socială etc. Toate aceste modificări au impact direct asupra celor vizați, dar acționează în același timp și asupra celor care furnizează bunuri și servicii.

Aceleași consecințe pot să apară și în urma unor schimbări majore ale politicii monetare. O politică monetară restrictivă poate avea drept consecință reducerea fondurilor acordate companiilor, a consumatorilor individuali, a fondurilor destinate investițiilor sau a achiziționării de bunuri și servicii. Se poate spune că politica monetară afectează toate segmentele economiei. Obiectivul politicii monetare este controlul inflației.

Un alt factor macroeconomic care are legătură cu rata dobânzii și modul în care agenții economici cheltuiesc sau economisesc banii este inflația. Aceasta are un impact major asupra ratelor dobânzilor pentru că micșorează puterea de cumpărare și generează scăderea ratei reale de rentabilitate a investiției (Halpern et al., 1998). Pe lângă elementele deja menționate, războaiele, revoltele, schimbările politicii monetare internaționale, schimbările majore din mediul ambiant etc. influențează și ele economia în ansamblul ei.

Deoarece analiza condițiilor macroeconomice este un proces destul de complicat, atunci când analiștii studiază impactul economiei naționale asupra evoluției companiei, ei se folosesc de estimări realizate și publicate de guvern sau de specialiști în domeniu, mai degrabă decât să realizeze ei înșiși aceste analize. Factorii macroeconomici trebuie luați în considerare înainte ca industria să fie supusă analizei. Prin analiza industriei se determină impactul pe care ciclul economic îl are asupra industriei din care face parte și se evaluează influențele pe care noile direcții de acțiune le au asupra performanțelor unei anumite ramuri economice.

Starea generală a industriei este determinată atât de starea economiei, cât și de factorii specifici fiecărui sector în parte. Oricine decide să investească într-o anumită industrie trebuie să acorde o atenție deosebită climatului economic general, pentru a observa dacă există sau nu condiții economice prielnice necesare investiției. Baza de clienți, cota de piață comparativ cu alte companii, ritmul de creștere a întregii industrii și comparația dezvoltării afacerii analizate sunt câteva din elementele care ajută la poziționarea societății pe segmentul economic în care își desfășoară activitatea. Analiza industriei urmărește în general:

- corelarea evoluției industriei cu evoluția economiei în ansamblu;
- descoperirea de noi „trenduri” în cadrul industriei;
- poziționarea companiei în cadrul industriei.

Factorii care trebuie luați în considerare în cadrul acestei analize sunt:

- faza ciclului economic în care se află industria respectivă;
- evoluția anterioară a industriei;

- raportul cerere-ofertă;
- natura produselor;
- relația dintre vânzările din industrie și nivelul veniturilor;
- capacitatea industriei;
- concurența;
- elemente de cost;
- reglementările în domeniu;
- expunerea la schimbări sociale și evenimente politice, etc.

În acest capitol am arătat faptul că viziunea Bursei de Valori București se referă la creșterea performanței, competitivității și eficienței acestei piețe în contextul aderării la Uniunea Europeană. Reperle legislative în acest sens au fost Legea 297/2004 privind piața de capital, care a ținut cont de toate directivele europene în domeniu, precum și noul Cod Bursier.

În contextul aderării statelor la Uniunea Europeană, unul dintre cele mai dificile obiective de realizat ține de integrarea piețelor financiare europene. Integrarea financiară nu se referă deci la unificarea și fuziunea piețelor, ci se referă în special la armonizarea legislațiilor și a modului de funcționare a piețelor, la existența unui sistem de comunicare eficient între acestea, precum și la existența unor organisme de supervizare. Avantajele integrării financiare sunt numeroase. În primul rând, impulsionează creșterea economică, creșterea nivelului de competiție între operatorii financiari, ceea ce generează creșterea ofertei de servicii și produse pentru consumatori și o mai mare eficiență a sistemului. De asemenea, un sistem eficient reduce costul capitalului pentru firme, favorizând creșterea investițiilor, creșterea economică și nu în ultimul rând piața muncii. În plus, integrarea oferă investitorilor o mai mare posibilitate de a diversifica riscul din punct de vedere geografic.

Procesul de integrare financiară a piețelor de capital europene nu este încă desăvârșit, existând încă diferențe importante de la țară la țară privind impozitarea produselor financiare sau stabilirea drepturilor și garanțiilor consumatorilor de produse financiare (Taylor & Obstfeld, 2005). În acest context, impactul pozitiv al aderării asupra piețelor de capital și burselor este evident, existând un „*efect de integrare*”. Pentru statele care au aderat în anul 2004, primele influențe asupra burselor au apărut încă din anul 2001 când Comisia Europeană a anunțat numele candidaților. Anunțul de extindere a coincis cu o creștere accentuată a acțiunilor, între noiembrie

2001 și iulie 2004 prețul acestora crescând în medie cu 90%, în timp ce indicele pieței globale din aceeași perioadă a crescut doar cu 8%.

În finalul acestui capitol am prezentat trei studii empirice privind comportamentul unor companii care operează în industria farmaceutică, industria energetică și industria auto.

Rezultatele au arătat faptul că în cazul companiilor farmaceutice indicatorii de echilibru pe termen mediu și lung au influențat negativ prețul pe acțiune, în timp ce indicatorii de performanță financiară au contribuit la creșterea cotației acțiunilor. Din punct de vedere economic, influența negativă a capitalului de lucru și a ratei împrumuturilor pe termen lung se explică prin supraîndatorarea acestor companii în condițiile crizei sanitare COVID-19 pentru extinderea producției de vaccinuri. În același timp, influența pozitivă a indicatorilor de performanță asupra prețului pe acțiune atestă faptul că producția companiilor din industria farmaceutică a devenit una dintre cele mai profitabile pe piața de capital (Li, 2022; Spicer & Grootendorst, 2022).

În cazul companiilor din industria energetică, am constatat faptul că acestea dispun de capital de lucru care a influențat pozitiv cotația acțiunilor lor. În același timp, profitul operațional a influențat negativ prețul pe acțiune, ceea ce înseamnă că aceste companii au înregistrat costuri operaționale semnificative comparativ cu veniturile operaționale, consecința imediată fiind criza energetică mondială din anul 2022. Companiile din industria auto au înregistrat o creștere semnificativă a prețului pe acțiune în special pe piața de capital din Europa și America, ca urmare a influenței pozitive a profitului operațional din perioada 2013–2021. În același timp, am observat faptul că indicatorii de echilibru nu au avut o influență semnificativă asupra portofoliului de acțiuni.

CAPITOLUL 4. PIAȚA DE CAPITAL – ÎNTRE CERTITUDINE ȘI CONJUNCTURĂ

Capitolul prezintă o analiză a crizelor economice și financiare care au influențat negativ piața de capital. În primul rând, am pornit demersul științific de la Marea Depresiune (1929–1933), care a constituit premisa izbucnirii celui de-al Doilea Război Mondial. Marea Depresiune, deși s-a declanșat în SUA, a generat rapid o creștere bruscă a prețurilor și șomajului la nivel mondial, ca urmare a relațiilor economice și acordurilor speciale încheiate între SUA și statele europene după Primul Război Mondial. Astfel, SUA a furnizat resurse financiare substanțiale pentru statele europene în nevoie. Odată ce economia americană a intrat în colaps, iar statele europene nu au mai putut să beneficieze de credite și investiții din partea SUA, prosperitatea Europei a decăzut. Criza economică a afectat mai sever statele profund îndatorate SUA, cum erau Germania și Marea Britanie.

În perioada 2008–2009, majoritatea statelor industrializate au intrat într-o recesiune generată de criza financiară, cauzată de practicile de creditare necugetate privind apariția și distribuirea datoriilor ipotecare în Statele Unite. Pe măsură ce pierderile s-au amplificat, panica a luat amploare și s-a intensificat în domeniul creditării interbancare. Situația financiară precară a devenit mult mai dificilă pe fondul creșterii subite a prețurilor petrolului și a produselor alimentare. Creșterea exacerbată a prețurilor activelor, asociată cu avântul cererii economice, este considerată un rezultat al practicii creditelor accesibile, a reglementărilor și supravegherii inadecvate, a creșterii inegalității. Recesiunea globală a fost urmată de prăbușirea comerțului internațional, creșterea șomajului, scăderea bruscă și prelungită a prețurilor mărfurilor.

Tot în acest capitol am făcut o scurtă prezentare a efectelor crizei financiare asupra economiei din România. Am constatat că, deși sistemul bancar românesc poate fi considerat mai stabil decât cel al statelor cu expunere ridicată la „activele toxice”, consecințele crizei financiare în România pot fi rezumate prin următoarele aspecte: scăderea PIB; diminuarea averii investitorilor și falimente nenumărate; creșterea șomajului și a consumului; diminuarea cererii externe și interne; micșorarea sau amânarea investițiilor în economie; lipsa de încredere în sistemul financiar; deficit bugetar considerabil.

Am arătat apoi faptul că un război îndelungat se traduce prin incertitudine sporită în rândul liderilor occidentali. Astfel, indicatorii macroeconomici din întreaga lume au înregistrat

scăderi considerabile imediat după declanșarea conflictului dintre Rusia și Ucraina, scăderi care pot fi observate cu ușurință: reducerea drastică a ratei de creștere a PIB la nivel mondial, creșterea indicilor prețurilor de consum și a ratei inflației, creșterea ratei șomajului și majorarea drastică a ratelor dobânzii la un nivel care nu a mai fost experimentat de zeci de ani.

Odată cu invazia Ucrainei de către Rusia la data de 24 februarie 2022, numeroși analiști au prezis prăbușirea economică a Rusiei. Însă la șase luni după începutul conflictului, aceștia au fost nevoiți să își revizuiască previziunile. Țările din occident au emis sancțiuni economice privind importurile de petrol și gaze naturale, au întrerupt accesul instituțiilor financiare din Rusia către piețele financiare internaționale prin decuplarea de la sistemul bancar SWIFT (Huang, Shao, & Wang, 2023). În ciuda sancțiunilor, deși analiștii financiari apreciau faptul că PIB-ul Rusiei ar scădea cu 35% în al doilea trimestru al anului 2022 comparativ cu rezultatele din anul precedent și va înregistra cea mai mare contracție de la destrămarea URSS, rezultatele au arătat faptul că PIB-ul țării a scăzut cu doar 4% la mijlocul anului 2022.

Conflictul din Ucraina are consecințe geopolitice și pentru actorii din regiunea Africii de Nord și Orientului Mijlociu. Fiind concentrată asupra conflictului din Ucraina, comunitatea internațională nu a acordat prea mare atenție crizelor regionale din Yemen, Siria sau Libia. În același timp, vidul de putere declanșat de Rusia în Siria și Libia, a schimbărilor treptate și a incertitudinilor legate de prioritățile Orientului Mijlociu, SUA și statelor europene a făcut ca alte țări din regiune (e.g., Turcia, Iran) să intre într-o nouă luptă pentru a dobândi supremația în această regiune.

La finalul acestui capitol, am arătat faptul că situația economică a membrilor Uniunii Europene este dificilă deoarece numeroase state sunt încă dependente de resursele energetice rusești. Momentul și modul în care se va termina războiul dintre Rusia și Ucraina nu poate fi preconizat, însă consecințele sale sunt resimțite la nivel mondial.

CONCLUZII

Teza de doctorat abordează conceptul de *bursă*, care este prin definiție o piață, întrucât reprezintă un loc de întâlnire al cererii cu oferta. Totuși este o piață care se diferențiază prin specificul organizării, funcționării și obiectului tranzacțiilor.

Bursa poate fi considerată drept cel mai evoluat stadiu al dezvoltării pieței, definind însăși conceptul de piață și relațiile de schimb ce stau la baza acestui concept. Specificul bursei este dat de anumite caracteristici, prin care se diferențiază în raport cu celelalte piețe. Așadar, bursa este în primul rând o **pieță de mărfuri și valori**. Pentru a putea fi însă tranzacționate prin intermediul bursei, mărfurile și valorile trebuie să fie cuantificabile, substituibile, să prezinte un nivel redus de finisare, să permită divizarea uniformă și stocarea. **Caracterul reprezentativ** al bursei face referire în special la importanța acordată „cotației bursiere”, aceasta reprezentând un adevărat punct de referință în realizarea tuturor tranzacțiilor comerciale și financiare.

Din analiza întreprinsă a reieșit faptul că bursa are și un **caracter abstract**. Această trăsătură a fost atribuită în contextul în care dezvoltarea deosebită a tranzacțiilor pe această piață a condus mai întâi la reducerea mărfurilor propriu-zise la stadiul de eșantion sau mostră. Ulterior, acestea din urmă au fost înlocuite cu simple documente care atestă dreptul de proprietate asupra mărfurilor în cauză sau, altfel spus, titluri pe marfă. Așadar, bursa de valori se diferențiază de celelalte piețe prin faptul că înregistrează transferul mărfurilor doar la nivel conceptual, teoretic, dar nu și la nivel fizic, material.

Nu în ultimul rând, am constatat faptul că o altă caracteristică specifică bursei este caracterul său reglementat de funcționare. Așadar, legile, normele și restricțiile ce reglementează structura și modul de funcționare al bursei îi conferă acesteia un **caracter organizat și liber** prin faptul ca ele prevăd tranzacționarea în exclusivitate doar a titlurilor companiilor cotate la bursă. Evaluarea investițiilor bursiere implică o problemă delicată: este sau nu bursa o piață eficientă? Dacă nu este, care sunt motivele ineficienței acesteia? Dacă piața este eficientă, acest lucru înseamnă ca prețul titlurilor de pe piața bursieră estimează corect valoarea investițiilor într-o companie, au un nivel optim, iar procesul de evaluare a acțiunilor devine unul de justificare a acestui preț. Dacă piața este ineficientă, prețul titlurilor se abate de la nivelul de echilibru ideal, iar

procesul de evaluare a titlurilor devine unul de determinare a unei estimări rezonabile a acestei valori (Devos & Li, 2021; Wu & Xue, 2023).

Ineficiența pieței poate determina actorii de pe piețele bursiere să caute în permanență acele titluri care sunt subevaluate pe piață, în vederea obținerii unor câștiguri. Eficiența nu implică necesitatea ca prețul să înregistreze nivelul de echilibru în fiecare moment. Cerința este ca abaterile de la prețul ideal să fie întâmplătoare. Aceste abateri aleatorii implică faptul că există o șansă egală ca titlurile să fie subapreciate sau supraapreciate la un moment dat în timp și că aceste abateri nu sunt corelate cu nicio variabilă observabilă. Dacă deviațiile prețului titlurilor de la valoarea reală sunt pur întâmplătoare, atunci niciun investitor nu ar fi capabil să identifice în mod constant acele titluri subevaluate sau supraevaluate, indiferent ce strategii de investiții ar utiliza.

Cu toate acestea, o piață bursieră eficientă nu implică faptul că prețul titlurilor nu se poate abate de la valoarea optimă. În realitate, abaterile pot avea o amploare considerabilă (dar deviațiile trebuie să fie aleatorii). Eficiența bursieră nu înseamnă nici imposibilitatea investitorului de a bate piața la un moment dat. Din contră, aproximativ jumătate dintre investitori au această posibilitate. În plus, ținând cont de numărul considerabil al actorilor de pe piața financiară, legile probabilității sugerează faptul că un număr destul de mare dintre aceștia vor fi capabili să bată piața pentru o lungă perioadă de timp nu datorită strategiilor de investiții utilizate, ci pentru simplul fapt că sunt norocoși. În aceeași ordine de idei, în cazul unei piețe eficiente, trebuie avut în vedere faptul că profitul așteptat în urma realizării unei investiții va fi corelat cu riscul investiției respective pe termen lung, chiar dacă pot exista abateri pe termen scurt de la nivelul așteptat.

Evident, piețele bursiere nu pot deveni eficiente în mod automat. Factorii care fac piețele eficiente includ acțiunile investitorilor în căutarea titlurilor cele mai profitabile. În cadrul burselor de mărfuri, pentru valorile pentru care cererea este relativ constantă și solvabilă, numărul ofertanților este suficient de mare, iar concurența este liberă, evitându-se astfel posibilitatea apariției unor monopoluri.

Factorii care influențează cursul unei valori oarecare nu acționează în același timp, cel puțin teoretic, decât foarte rar și asupra altor valori. Deci, în mod normal, categoriile diferite de titluri oscilează sub aspectul evoluției cursurilor lor de bursă în sensuri sau cu intensități diferite. Aceasta face ca atât riscurile, dar și șansele să se dilueze (dacă portofoliul este suficient de cuprinzător). Dualitatea *șansă-risc* nu se finalizează printr-o compensare perfectă, variația relativă a portofoliului total fiind mai mică decât variația unei singure valori, care a „scăzut” sau a

„crescut”, ceea ce determină diminuarea pierderilor ce se datorează riscurilor asumate (ca și a câștigurilor care se pot dobândi atunci când evoluția cursurilor este favorabilă).

Dualitatea șansă-risc dă naștere unei a doua dualități, și anume *speculație-investiție*. Cea dintâi finalitate a bursei ca piață trebuie să asigure vânzătorilor și cumpărătorilor de valori mobiliare posibilitatea de a-și confrunta cererile și ofertele și de a realiza *fluiditatea investițiilor* cerute de activitatea economică, acesta fiind aspectul investițional. Din momentul în care cumpărătorul unei valori oarecare speră să o revândă mai scump într-un termen rezonabil, el se va dezinteresa de dividendele pe care le poate furniza titlul respectiv, deci și de activitatea unității emitente. Preocupat să câștige din revânzare, acesta acceptă chiar și riscul de a pierde ca urmare a scăderii cursului.

Mișcarea cursurilor la bursă are la bază un număr important de cauze și factori. De regulă, legăturile de cauzalitate între anumite fenomene și procese economice, politice etc. și opțiunile de vânzare sau cumpărare la bursă (care generează mișcarea cursurilor) sunt foarte slabe. Coeficienții de corelație dintre cauze și efecte au, în cazul operațiunilor de bursă, valori foarte mici. Din această cauză se spune pe drept cuvânt că știința operațiunilor de bursă este în primul rând *probabilistă*. Aceasta nu înseamnă însă că bursa evoluează doar sub imperiul întâmplării. Oricât de puternice ar fi aparențele ce pot genera o asemenea impresie, bursa este o piață a cărei activitate se desfășoară după reguli foarte exacte și precise (Kabbach-de-Castro, Kirch, & Matta, 2022; Murgu, Lazăr, & Isărescu, 1982; Negomireanu, 2005).

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

CĂRȚI DE SPECIALITATE

1. Anghelache, G. (coord.) (2003). *Piețe de capital și burse de valori. Teste grilă și aplicații*, Editura Economică, București.
2. Anghelache, G. (2009). *Piața de capital în context european*, Editura Economică, București.
3. Baker, H.K., Greg, F., & Harris, J.H. (2018). *Commodities: Markets, performance, and strategies*, Oxford University Press, Oxford, SUA.
4. Bebczuk, R.N. (2003). *Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications*, Cambridge University Press, Cambridge, SUA.
5. Beju, D. (2004). *Mecanisme monetare și instituții bancare*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca.
6. Bernard, Y., & Colli, J.-C. (1994). *Vocabular economic și financiar*, Editura Humanitas, București.
7. Bodea, G. (2001). *Teorie micro- și macroeconomică*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca.
8. Brunnermeier, M.K. (2003). *Asset pricing under asymmetric information: Bubbles, crashes, technical analysis, and herding*, Oxford University Press, Oxford, SUA.
9. Căpraru, B. (2016). *Reflecții despre banking-ul contemporan. Dinspre academic spre piață*, Editura C.H. Beck, București.
10. Căpraru, B. (2014). *Activitatea bancară. Sisteme, operațiuni și practici*, ediția a 2-a, Editura C.H. Beck, București.
11. Căpraru, B. (2009). *Banca centrală și mediul economic – Repere teoretice, evoluții și analize*, Editura Universității „Al. I. Cuza” din Iași.
12. Ciobanu, G., Postelnicu, C., Rus, A., Pop Silaghi, M., Varvari, Ș., & Deceanu, L. (2004). *Tranzacții economice internaționale*, Editura Imprimeria Ardealul, Cluj-Napoca.
13. Ciobanu, G. (1997). *Bursele de valori și tranzacțiile la bursă*, Editura Economică, București.
14. Chisholm, A. (2002). *An introduction to capital markets: Products, strategies, participants*, Wiley, New York, SUA.
15. Clement, J. (2014). *Des crises commerciales-De leur retour periodique en France, en Angleterre, et aux Etat Unis*, *Galica-Bibliothèque Nationale de France*, <http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k1060720.image.f1.pagination>.
16. Cocriș, V., & Andrieș, A.M. (2010). *Managementul riscurilor și al performanțelor bancare*, Editura Wolters Kluwer, București.
17. Corduneanu, C., & Barna, F. (2001). *Piețe de capital și operații bursiere*, Editura Mirton, Timișoara.
18. Dalton, J.M. (2000). *Piața acțiunilor*, Institutul Român de Valori Mobiliare, București.
19. Dardac, N. (1999). *Tranzacții bursiere cu produse derivate și sintetice*, Editura Didactică și Pedagogică, București.
20. Dardac, N., & Basno, C. (1997). *Bursa. Dimensiuni și rezonanțe social-economice*, Editura Economică, București.
21. Dardac, N., Basno, C., & Floriceț, C. (2001). *Monedă, credit, bănci*, Editura Didactică și Pedagogică, București.
22. Davidson, A. (2009). *How the global financial markets really work: The definitive guide to understanding international investment and money flows*, Kogan Page, Londra, Marea Britanie.
23. Dedu, V. (2003). *Gestiune și audit bancar*, Editura Economică, București.

24. Dombret, A., & Kenadjian, P.S. (2015). *The European capital markets union: A viable concept and a real goal?* de Gruyter, Berlin, Germania.
25. Drăgoescu, E. (2004). *Bursele de mărfuri – Piețe de negociere a titlurilor derivate*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca.
26. Drăgoescu, E., & Drăgoescu, A. (1995). *Piețe financiare primare și secundare și operațiuni la bursă*, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca.
27. Duflo, C., Miculescu, M., & Burlaud, A. (trad.) (2002). *Piețe financiare*, Editura Economică, București.
28. Fabozzi, F. (2015). *Capital markets: Institutions, instruments, and risk management*, MIT Press, Cambridge, SUA.
29. Fama, E.F. (2017). *The Fama portfolio*, The University of Chicago Press, Chicago, SUA.
30. Florea, A. (2009). *Efectele crizei financiare mondiale asupra industriei din România*, Editura Teora, București.
31. Funar, S., & Vlad, I. (2002). *Relația cu bursa, sursă de profit*, Editura Academic Pres, Cluj-Napoca.
32. Gallois, D. (1997). *Bursa. Origine și evoluție*, Editura Teora, București.
33. Gart, A. (1988). *Handbook of the money and capital markets*, Praeger, Westport, SUA.
34. Geithner, T. (2008). *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*, the Economic Club of New York, disponibil la: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>.
35. Gradu, M. (1995). *Tranzacții bursiere*, Editura Economică, București.
36. Halpern, P., Weston, J., & Brigham, E. (1998). *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București.
37. Han, L., & Song, Z. (2012). Asymmetric information, credit market condition, and entrepreneurial finance. În D. Cumming (coord.), *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, Oxford Publishing House, Oxford, SUA.
38. Hansel, A.V. (1951). *Business cycles and national income*, W.W. Norton & Company, New York, SUA.
39. Hull, J. (2018). *Risk management and financial institutions*, Wiley, New York.
40. Kehoe, T., & Prescott, E. (2007). *Great depressions of the twentieth century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
41. Kemp, M. (2009). *Market consistency: Model calibration in imperfect markets*, Wiley, New York, SUA.
42. Kirițescu, C., & Dobrescu, E.M. (1998). *Moneda, mica enciclopedie*, Biblioteca Băncii Naționale, București.
43. Koch, R. (2001). *Dicționar de finanțe*. Editura Teora, București.
44. Krugman, P. (2009). *The return of depression economics and the crisis of 2008*, WW. Norton & Company, Londra, Marea Britanie.
45. Kuznetsov, A. (2007). *The complete guide to capital markets for quantitative professionals*, McGraw-Hill, New York, SUA.
46. Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. În P. Aghion, & S. Durlauf (coord.), *Handbook of Economic Growth* (pp. 865–934), Elsevier, Marea Britanie.
47. Mandelbrot, B.B., & Hudson, R.L. (2010). *The (mis)behaviour of markets: A fractal view of risk, ruin and reward*, Profile Books, Londra, Marea Britanie.
48. Manolescu, G. (1995). *Managementul financiar*, Editura Economică, București.
49. Martelli, D. (2017). The psychology of traders. În H. Kent Baker, G. Filbeck, & V. Ricciardi (coord.), *Financial behavior: Players, services, products, and markets*, Oxford University Press, New York, SUA.
50. Mishkin, F. (2010). *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson Education, Boston, SUA.
51. Mitchell, W.C. (1927). *Business cycles: The problem and its setting*, NBER, SUA.

52. Murgu, N., Lazăr, C., & Isărescu, M. (1982). *În zgomotul bursei*, Editura Albatros, București.
53. Negomireanu, E. (2005). *Piața de capital și bursa de valori-noțiuni teoretice și aplicații*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca.
54. Nofsinger, J.R. (2018). Behavioral aspects of commodity markets. În H. Kent Baker, G. Filbeck, & J.H. Harris (coord.), *Commodities: Markets, performance, and strategies*, Oxford University Press, New York, SUA.
55. Peters, E.E. (1996). *Chaos and order in the capital markets: A new view of cycles, prices, and market volatility*, Wiley, New York, SUA.
56. Pilverdier-Latrete, J. (2002). *Finance d'entreprise*, Economica, Paris, Franța.
57. Pistor, K. (2019). *The code of capital*, Princeton University Press, Princeton, SUA.
58. Pop, C. (2000). *Piețe financiare*, Editura Todesco, Cluj-Napoca.
59. Popa, I. (1993). *Bursa*, Editura Adevărul, București.
60. Popescu, G. (2000). *Evoluția gândirii economice*, Editura George Barițiu, Cluj-Napoca.
61. Reilly, F.K., & Brown, K.C. (2002). *Investment analysis and portfolio management*, South-Western College, Chula Vista, SUA.
62. Sherris, M. (1996). *Money and capital markets*, Routledge, Abingdon, Marea Britanie.
63. Slee, R.T. (2011). *Private capital markets: Valuation, capitalization, and transfer of private business interests*, Wiley, New York, SUA.
64. Sornette, D. (2018). *Modeling financial bubbles and market crashes*, Princeton University Press, Princeton, SUA.
65. Stoica, O. (1999). *Management bancar*, Editura Economică, București.
66. Strumeyer, G. (2017). *The capital markets: Evolution of the financial ecosystem*, Wiley, New York, SUA.
67. Taylor, A.M., & Obstfeld, M. (2005). *Global capital markets: Integration, crisis and growth*, Cambridge University Press, Cambridge, SUA.
68. Todea, A. (2003). *Managementul investițiilor pe piața de capital*, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca.
69. Toma, M. (1994). *Finanțe și gestiune financiară*, Editura Didactică și Pedagogică, București.
70. Tulai, C.I. (2003). *Finanțe publice și fiscalitatea*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca.
71. Tulai, C.I., & Șerbu, S. (2005). *Fiscalitatea comparată și armonizări fiscale*, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca.
72. Tzouliadis, T. (2008). *The forsaken: An American tragedy in Stalin's Russia*, Penguin, New York, SUA.
73. Van Greuning, H., & Brajovic Bratanovic, S. (2003). *Analiza și managementul riscului bancar*, Editura Irecson, București.
74. Van Greuning, H., & Koen, M. (2001). *Standardele Internaționale de Contabilitate*, Editura Irecson, București.
75. Vosganian, V. (1999). *Reforma piețelor financiare în România*, Editura Polirom, Iași.

ARTICOLE DE SPECIALITATE

1. Adnan, Z.H., & Özelkan, E.C. (2020). Bullwhip effect in pricing under the revenue-sharing contract, *Computers & Industrial Engineering*, 145: 106528.
2. Aharon, D.Y., & Siev, S. (2021). COVID-19, government interventions and emerging capital markets performance, *Research in International Business and Finance*, 58: 101492.

3. Allgoewer, E. (2002). Underconsumption theories and Keynesian economics. Interpretations of the Great Depression, *University of St. Gallen Department of Economics Working Series*.
4. Andrieu, G., & Groh, A.P. (2021). Strategic exits in secondary venture capital markets, *Journal of Business Venturing*, 36(2): 105999.
5. Aparicio, K., & Kim, R. (2023). External capital market frictions, corporate governance, and tax avoidance: Evidence from the TED spread, *Finance Research Letters*, 52: 103381.
6. Ayeni, E., & Fanibuyan, O. (2022). The dynamics of uncertainty, macroeconomic variables, and capital market performance: A case study of Nigeria, *Research in Globalization*, 5: 100107.
7. Azimi, H.N. (2022). Assessing the asymmetric effects of capital and money markets on economic growth in China, *Heliyon*, 8(1): e08794.
8. Azimli, A. (2022). The impact of policy, political and economic uncertainty on corporate capital investment in the emerging markets of Eastern Europe and Turkey, *Economic Systems*, 46(2): 100974.
9. Batrancea, L.M., & Fetita, A. (2023). Empirical research study on the determinants of market indicators for 41 financial institutions, *Journal of Risk and Financial Management*, 16: 78.
10. Bernanke, B. (2009). The crisis and the policy response. Disponibil online la: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
11. Blake, D., & Cairns, A.J.G. (2021). Longevity risk and capital markets: The 2019-20 update, *Insurance: Mathematics and Economics*, 99: 395–439.
12. Cardella, E., Kalcheva, I., & Shang, D. (2017). Financial markets and genetic variation, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Elsevier, 52(C): 64–89.
13. Casu, B., Clare, A., Sarkisyan, A., & Thomas, S. (2013). Securitization and bank performance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(8): 1617–1658.
14. Căpraru, B., Moise, N., Nistor, S., & Petria, N. (2016). Financial stability and concentration: Evidence from emerging Europe, *Transformations in Business & Economics*, 13(3C): 376–395.
15. Căpraru, B., Cocriș, V., & Ihnatov, I. (2015). European integration and interest rate transmission in EU: An exchange rate regimes' approach, *Transformations in Business & Economics*, 14(2A): 299–312.
16. Cha, M.S. (2003). Did Takahashi Korekiyo rescue Japan from the Great Depression? *The Journal of Economic History*, 63(1): 127–144.
17. Chen, C. & Rothschild, R. (2010). An application of hedonic pricing analysis to the case of hotel rooms in Taipei, *Tourism Economics*, 16(3), 685–694.
18. Chernobai, A., Ozdagli, A., & Wang, J. (2021). Business complexity and risk management: Evidence from operational risk events in U.S. bank holding companies, *Journal of Monetary Economics*, 117: 418–440.
19. Cindin, S., & Panitch L. (2008). Perspectives on the U.S. financial crisis, *Canadian Dimension*, 42: 28–31.
20. Cole, H.L., & Ohanian, L.E. (2004). New Deal policies and the persistence of the Great Depression: A general equilibrium analysis, *Journal of Political Economy*, 112(4): 779–816.
21. Couaillier, C., & Henricot, D. (2023). How do markets react to tighter bank capital requirements? *Journal of Banking & Finance*, 151: 106832.

22. Curatola, G., & Dergunov, I. (2023). International capital markets with interdependent preferences: Theory and empirical evidence, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 212: 403–421.
23. Damon, A. (1981). The facts behind the current controversy over immigration, *American Heritage Magazine*, disponibil online la: <http://www.americanheritage.com>.
24. Devos, E., & Li, H. (2021). Vertical integration to mitigate internal capital market inefficiencies, *Journal of Corporate Finance*, 69: 101994.
25. Djebali, N., & Zaghoudi, K. (2020). Threshold effects of liquidity risk and credit risk on bank stability in the MENA region, *Journal of Policy Modeling*, 42(5): 1049–1063.
26. Dong, S., Zheng, J., Jia, H., & Zhang, Z. (2023). Impact of capital market internationalization on stock markets: Evidence from the inclusion of China A-shares in the MSCI Emerging Markets Index, *Research in International Business and Finance*, 66: 101989.
27. Dong, Z., Fan, Z.P., & Wang, N. (2023). An analysis of pricing strategy for bike-sharing services: The role of the inconvenience cost, *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 175: 103146.
28. Dragotă, V., Stoian, A., Pele, D.T., Mitrică, E., & Bensafta, M. (2009). The development of Romanian capital market: Evidences of information efficiency, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 2: 147–160.
29. Eggertsson, G.B. (2008). Great expectations and the end of the Depression, *American Economic Review*, 98(4): 1476–1516.
30. Elul, R. (2008). Liquidity crises, *Business Review*, 14: 13–21.
31. Fang, Z., Huang, L., & Wierman, A. (2019). Prices and subsidies in the sharing economy, *Performance Evaluation*, 136: 102037.
32. Filiz, I., Nahmer, T., & Spiwoкс, M. (2019). Herd behavior and mood: An experimental study on the forecasting of share prices, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24: 100232.
33. Fjesme, S., Hannah, L., & Moore, L. (2023). Informed investors, screening, and sorting on the London capital market, 1891-1913, *Explorations in Economic History*, 101515.
34. Floyd, N. (2008). Another crisis, another guarantee, *The New York Times*, November 24.
35. Foster, J.B. (2008). Monopoly finance capital and the crisis, disponibil online la: <https://links.org.au/john-bellamy-foster-monopoly-finance-capital-and-crisis>.
36. Fujiwara, K. (2023). Market structure and industry location in a footloose capital model, *Research in Economics*, 77(2): 275–283.
37. Gaban, L., Rus, I.M., & Fetita, A. (2017). An econometric approach of the banking risks – Case of Central and Eastern European countries, *Revista Economică*, 69(2): 73–86.
38. Gaban, L., Rus, I.M., & Fetita, A. (2017). A model of rating in Eastern European banks, *Revista Economică*, 69(3): 57–65.
39. Gaban, L., Rus, I.M., & Fetita, A. (2017). Assets and liabilities management during the crisis – A study on banks in Romania, *The Annals of the University of Oradea. Economic Sciences*, 26(1): 335–347.
40. Gaban, L., Rus, I.M., Fetita, A., & Bechiș, L. (2017). Econometric models of banking performance, *The Annals of the University of Oradea. Economic Sciences*, 26(2): 190–201.

41. Gong, X.L., & Liu, J. (2023). Institutional investor information network, analyst forecasting and stock price crash risk, *Research in International Business and Finance*, 65: 101942.
42. Gordon, J. (2009). *American History*, disponibil online la: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1639865201&sid=5&Fmt=3&clientId=65090&RQT=309&VName=PQD>.
43. Grenness, T. (2015). National culture and economic performance, *Journal of International Doctoral Research*, 4(1): 69–97.
44. Grohnheit, P.E., & Sneum, D.M. (2023). Calm before the storm: Market prices in a power market with an increasing share of wind power, *Energy Policy*, 179: 113631.
45. Hale, D. (2009). There is only one alternative to the dollar, disponibil online la: www.ft.com.
46. Halim, E., Riyanto, Y.E., & Roy, N. (2022). Sharing idiosyncratic risk even though prices are “wrong”, *Journal of Economic Theory*, 200: 105400.
47. Hardouvelis, G.A. (2008). International financial crisis and the uncertain economic future, *Financial Stability Review*, European Central Bank.
48. Harrison, R.T. (2022). “Pennies from heaven”? Market failure, circuits of capital and policy support for business angels: The case of cross-border angel investment, *Journal of Business Venturing Insights*, 17: e00311.
49. Hatzius, J., Hooper, P., Mishkin, F.S., Schoenholtz, K.L., & Watson, M.W. (2010). Financial conditions indexes: A fresh look after the financial crisis, *National Bureau of Economic Research* Nr. w16150.
50. Huang, M., Shao, W., & Wang, J. (2023). Correlations between the crude oil market and capital markets under the Russia-Ukraine conflict: A perspective of crude oil importing and exporting countries, *Resources Policy*, 80: 103233.
51. Hunter, D. (2005). Bid price reaches £7 per share, *Filtration Industry Analyst*, 9: 1.
52. Iheanacho, E., Okere, K.I., & Onoh, J.O. (2023). Nexus between financial integration, capital market development and economic performance: Does institutional structure matters? *Heliyon*, 9(1): e12827.
53. Isărescu, M. (2008). Romania in the context of the global financial crisis, disponibil online la: <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>.
54. Isărescu, M. (2009a). Criza financiară internațională și provocări pentru politica monetară din România, disponibil online la: <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>.
55. Isărescu, M. (2009b). Finanțare și ajustare în economia României, disponibil online la: <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>.
56. Isărescu, M. (2009c). The global financial crisis, bail-outs and bail-ins, disponibil online la: <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>.
57. Ivanov, V.I. (2023). Recent changes to the regulatory framework for the private capital market, *Journal of Corporate Finance*, 102427.
58. Kabbach-de-Castro, L.R., Kirch, G., & Matta, R. (2022). Do internal capital markets in business groups mitigate firms’ financial constraints? *Journal of Banking & Finance*, 143: 106573.
59. Kaufman, H. (2008). Consequences of the credit crisis, disponibil online la: www.reuters.com.article.

60. King, R.G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right, *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3): 717–737.
61. Labaton, S. (2008). Fed sees turmoil persisting deep into next year, *The New York Times*, iulie 28.
62. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
63. Le, T.N.L., Nasir, M.A., & Huynh, T.L.D. (2020). Capital requirements and banks performance under Basel-III: A comparative analysis of Australian and British banks, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 146–157.
64. Ledóchowski, M., & Żuk, P. (2022). What drives portfolio capital inflows into emerging market economies? The role of the Fed's and ECB's balance sheet policies, *Emerging Markets Review*, 51: 100881.
65. Lee, S. (2022). Internal capital markets, corporate investment, and the COVID-19 pandemic: Evidence from Korean business groups, *International Review of Financial Analysis*, 80: 102053.
66. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda, *Journal of Economic literature*, 35(2): 688–726.
67. Li, S. (2022). COVID-19 and A-share banks' stock price volatility: From the perspective of the epidemic evolution in China and the US, *Global Finance Journal*, 54: 100751.
68. Li, W., & Hua, X. (2023). The value of family social capital in informal financial markets: Evidence from China, *Pacific - Basin Finance Journal*, 77: 101922.
69. Liu, G., & Liu, B. (2023). How digital technology improves the high-quality development of enterprises and capital markets: A liquidity perspective, *Finance Research Letters*, 53: 103683.
70. Liu, M., & Niu, X. (2023). The impact of capital market opening on earnings management: Empirical evidence based on “Land-Port Connection”, *Finance Research Letters*, 55: 103864.
71. Lim, P.J. (2009). Crash course, *Journal of Money*, 38(4): 94.
72. MacMahon, P. (2008). Market falls continue as £84bn is lost on Black Monday, *The Scotsman Review*.
73. Malkiel, B. (2003). The efficient market hypothesis and its critics, Princeton University, CEPS Working Paper No. 91.
74. Mașca, S.G., Văidean, V.L., & Golguț, A. (2011). Statul și economia – Aspecte teoretice și evidențe empirice în UE, *Economie Teoretică și Aplicată*, XVIII(5): 15–41.
75. Martinez, J., Philippon, T., & Sihvonen, M. (2022). Does a currency union need a capital market union? *Journal of International Economics*, 139: 103675.
76. Marz, W., & Pfeiffer, J. (2023). Fossil resource market power and capital markets, *Energy Economics*, 117: 106445.
77. Mateev, M., Nasr, T., & Sahyouni, A. (2022). Capital regulation, market power and bank risk-taking in the MENA region: New evidence for Islamic and conventional banks, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 86: 134–155.
78. Matisone, A., & Lacey, N. (2021). Effective venture capital market development concept, *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(4): 218.

79. Mintz, P. (2008). B-Schools: Perspective on financial crises, *Business Week Online*.
80. Mirzaei, A. (2013). Bank performance during the financial crisis 2007–2010, *International Journal of Business and Economics*, 12(1): 27–44.
81. Mishkin, F.S., & Westelius, N.J. (2008). Inflation band targeting and optimal inflation contracts, *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(4): 557–582.
82. Mizen, P. (2008). The credit crunch of 2007–2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90.
83. Moufty, S., Clark, E., & Al-Najjar, B. (2021). The different dimensions of sustainability and bank performance: Evidence from the EU and the USA, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43: 100381.
84. Naaman, C., Magnan, M., Hammami, A., & Yao, L. (2021). Credit unions vs. commercial banks, who takes more risk? *Research in International Business and Finance*, 55: 101340.
85. Naushad, M., & Malik, S.A. (2015). Corporate governance and bank performance: A study of selected banks in GCC region. *Asian Social Science*, 11(9): 226–234.
86. O’Keefe, B. (2009). Inside the world’s biggest hedge fund, *Fortune*, 159: 77.
87. Orłowski, L.T. (2020). Capital markets integration and economic growth in the European Union, *Journal of Policy Modeling*, 42(4): 893–902.
88. Pal, R. (2009). Potențialul unei creșteri sustenabile a României dincolo de provocările crizei financiare, disponibil online la: <http://www.bnr.ro/SearchResult.aspx>.
89. Pearce, D.K., & Roley, V.V. (1985). Stock price and economic news, *The Journal of Business*, 58: 49–67.
90. Postl, P. (2005) Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications, *The Economic Journal*, 115(501): F136–F138.
91. Prescott, E. (1999). Some observations on the Great Depression, *Quarterly Review*, 23: 25.
92. Prodromou, T., & Demirer, R. (2022). Oil price shocks and cost of capital: Does market liquidity play a role? *Energy Economics*, 115: 106340.
93. Regier, M., & Rouen, E. (2023). The stock market valuation of human capital creation, *Journal of Corporate Finance*, 79: 102384.
94. Scaliger, C. (2009). Parallels with the Great Depression: The parallels between the run-up to the Great Depression and today's economic havoc are stunning, *The New American*, 25(4): 21–26.
95. Schlicher, L. & Lurkin, V. (2022). Stable allocations for choice-based collaborative price setting, *European Journal of Operational Research*, 302(3): 1242–1254.
96. Shen, J. (2023). Capital misallocation and financial market frictions: Empirical evidence from equity cost of capital, *International Review of Economics & Finance*, 87: 486–504.
97. Short, R. J. (2023). Non-traded goods, factor market frictions, and international capital flows, *Review of Economic Dynamics*, 48: 158–177.
98. Spicer, O., & Grootendorst, P. (2022) The effect of patented drug price on the share of new medicines across OECD countries, *Health Policy*, 126(8): 795–801.

99. Si, D.-K., Li, X.-L., & Huang, S. (2021). Financial deregulation and operational risks of energy enterprise: The shock of liberalization of bank lending rate in China, *Energy Economics*, 93: 105047.
100. Stancu, I., Stancu, A.T., & Panait, I. (2017). Indicele de stabilitate financiară estimat de catre Institutul de Studii Financiare, *Revista de Studii financiare*, 3(2): 101–107.
101. Steindl, F. (2007). What ended the Great Depression? *The Independent Review*, 12: 179–197.
102. Stoica, O., & Căpraru, B. (2009). Lessons regarding bank failures. An overview, *Analele Științifice ale Universității „Alexandru Ioan Cuza” din Iași*, 56: 157–165.
103. Tan, W., Chen, Y., Sun, Y., Guo, X., & Li, Z. (2023). Internal capital markets and risk-taking: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 78: 101968.
104. Tatom, J. (2009). Is there a revolution in American saving? *Networks Financial Institute Research Buzz*, 5(5): 1–5.
105. Tseng, T.Y. (2022). Influences of Taiwan’s corporate social responsibility report management policy on the information transparency of its capital market, *Borsa Istanbul Review*, 22(3): 487–497.
106. Tucker, P. (2009). Repairing the world’s financial system, *Futurism*, 43: 7–8.
107. Watkins, M. (2007). Subprime: A predictable surprise, *Business Week Online*, 7.
108. Wheelock, D.C. (1995). Regulation, market structure and the bank failures of the Great Depression, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 77.
109. Wheelock, D.C. (2008). Changing the rules: State mortgage foreclosure moratoria during the Great Depression, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(6): 569–570.
110. Wilson, C., & Caldecott, B. (2023). Investigating the role of passive funds in carbon-intensive capital markets: Evidence from U.S. bonds, *Ecological Economics*, 209, 107792.
111. World Economic Forum (2022). Global risks report, 17th edition.
112. Wu, S., & Xue, W. (2023). Accounting comparability and relative performance evaluation by capital markets, *Journal of Accounting and Economics*, 75(1): 101535.
113. Xu, H., & Li, S. (2023). What impacts foreign capital flows to China’s stock markets? Evidence from financial risk spillover networks, *International Review of Economics & Finance*, 85: 559–577.
114. Zhang, P., Sha, Y., Wang, Y., & Wang, T. (2022). Capital market opening and stock price crash risk – Evidence from the Shanghai-Hong Kong stock connect and the Shenzhen-Hong Kong stock connect, *Pacific-Basin Finance Journal*, 76: 101864.
115. Zhang, R., Fu, W., & Lu, T. (2023). Capital market opening and corporate environmental performance: Empirical evidence from China, *Finance Research Letters*, 53.
116. Zhixin, D. (2008). Black monday for Chinese stocks, down 5%, *China Daily*, disponibil online la: http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-01/21/content_6409697.htm.
117. Zhou, J. (2022). Capital reallocation from the perspective of endogenous lemons markets and information cycles, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 141: 104402.