

SEMNIFICAȚII ȘI IMPLICAȚII PRIVIND PIEȚELE EFICIENTE DE CAPITAL

SIGNIFICATIONS AND IMPLICATIONS UPON EFFICIENT CAPITAL MARKET

BOSTAN IONEL, ANDRONIC BOGDAN

Universitatea „Petre Andrei” Iași

Abstract. *The theory of efficient market say that it is impossible to obtain an income over the advanced medium income of assets with the same grade of risk. The hypothesis of efficient markets concluded to the indicators of funds (for example, „Standard and Poor's" (USA) and CAC40 (France). These indicators are reducing the costs of the too frequently arbitrary operations and the fees paid to financials analysts.*

Keywords: *stock, capital markets, primary market, secondary market, stock exchange, non-financial institutions.*

Clasificarea valorilor mobiliare care se tranzacționează pe piața financiară poate fi restrânsă la două mari categorii: instrumente financiare „clasice” (acțiuni de capital și obligațiuni), care sunt preponderente în total, și instrumente financiare derivate. Deși ambele categorii sunt importante, pentru înțelegerea mai facilă a noțiunilor, vom denumi prin valori mobiliare numai instrumentele financiare „clasice”.

Așa cum bine cunoaștem, piața de capital este segmentată astfel: piața primară de capital și piața secundară de capital.

Piața primară este piața pe care se tranzacționează pentru prima dată valori mobiliare (acțiuni noi și obligațiuni) între societățile emitente și investitori. Fluxul financiar rezultat este investit în economia reală. Cea mai importantă condiție care se impune emitentului este liberalizarea totală a capitalului societății pe acțiuni sau comanditare respectivă.

Verificarea bonității financiare a emitentului se face de către instituții financiare specializate (de regulă o bancă). Acești *underrighteri* concesionează dreptul de verificare a bonității și de pregătire a emisiunii. Întotdeauna calendarul emisiunii poate include defalcarea pe loturi, care se referă la cantități exacte și termene de lansare.

Informarea publică este absolut necesară și se referă la descrierea succintă a titlului emis, prezentarea juridică a societății, ultimul bilanț contabil și raportul asupra rezultatelor financiare și activității pe ultimele luni.

Costurile suportate de emitent se ridică la 1,8 - 4,3% din total împrumut, din care circa 0,3% reprezintă cheltuieli cu publicitatea și imprimarea titlurilor.

Piața secundară este locul unde se tranzacționează valori mobiliare

emise anterior (pe piața primară), valori mobiliare noi ale societăților ce nu îndeplinesc condițiile de acces pe piața primară și acțiuni noi suplimentare (față de prima emisiune) ale societăților cotate pe piața primară;

Elementul principal al pieței secundare este *bursa de valori*. Tranzacțiile bursiere efectuate pe piața secundară nu sunt incluse în PIB, deoarece ele nu generează valoare adăugată, ci transferul de avere dintr-o proprietate privată în alta. Totuși, marile averi personale, originare la bursă, contribuie prin impozite la sporirea avuției statului. Admiterea la cota la Bursa de Valori București presupune îndeplinirea cumulativă a următoarelor cerințe:

- a) firma emitentă să aibă cel puțin 3 ani vechime în domeniul de activitate respectiv;
- b) ultimii 2 ani să fi înregistrat profit net;
- c) capitalul social al firmei emitente să fie echivalentul a minim 8 milioane euro;
- d) minim 15% din acțiunile emise (reprezentând cel puțin 75.000 acțiuni) să se afle în posesia a cel puțin 1800 acționari (alții decât angajații emitentului și persoane implicate) și fiecare să dețină acțiuni de cel puțin 100.000 lei. În cazul obligațiunilor, minim 30% din obligațiunile emise (reprezentând cel puțin 50.000 obligațiuni) să fie în posesia a minim 1.000 investitori și fiecare să dețină obligațiuni de cel puțin 300.000 lei.

Există și o altă piață de capital, *pieța bursieră terțiară*, care are caracter sporadic, aleatoriu și confidențial (informarea publică nu este obligatorie). Orice societate necotată poate obține la bursa terțiară o singură cotați e sau câteva cotații aleatoare.

Societățile de bursă mai sunt nume firme *broker/ dealer*. Rolul brokerilor este de a centraliza cererea și oferta de titluri, pe când dealerii sunt implicați pe cont propriu în tranzacții cu caracter speculativ (câștigă din diferența de curs).

Există și o a treia categorie importantă de „actori bursieri”, exceptând brokerii și dealerii. *Creatorii de piață (market maker-ii)* sunt cei care-și asumă responsabilitatea inițierii (demarării) tranzacțiilor cu o anumită valoare mobilă. Ei oferă spre vânzare, sau cumpără un anumit număr minim de titluri la un preț ferm: „*ask price* ” (la vânzare) și „*bid price* ” (la cumpărare).

De obicei prețurile cerute sunt scăzute, iar cele oferite sunt ridicate, pentru a impulsiona tranzacțiile. Există mai mulți creatori de piață pentru același titlu și prețurile cu care aceștia creează piața sunt ordonate în mod continuu, fie crescător (la cumpărare), fie descrescător la vânzare. Market-maker-ii câștigă la fel ca și dealerii din diferența de curs.

Bursele sunt organizate fie ca *piețe de licitație („auction markets”)* sau ca *piețe inter-dealeri („over the counter ” = „la ghișeu”)* sau „*negotiated markets* ”

= „piețe negociate”.

Piețele de licitație presupun o manieră centralizată de realizare a tranzacțiilor cu titluri financiare, pe baza unor mecanisme concurențiale. Participanții la piețele de licitație acționează în calitate de brokeri.

În cazul piețelor negociate, tranzacțiile sunt descentralizate (delocalizate), iar actorii pieței respective acționează ca dealeri. În țările cu economii de piață avansate, datorită tehnologiei informatice performante, slăbirii condițiilor de acces pe piața primară de capital și diminuării standardizării instituțiilor financiare, se constată o tendință de fuziune a celor două segmente principale ale pieței financiare.

În acest context dorim să ne referim și la **rolul instituțiilor** de intermediere financiară și **efectele generate de** activitatea acestora. Instituțiile de intermediere financiară au avantajul competitiv oferit de economiile la scară, specializare și standardizare. În cazul cel mai simplu, al unei singure instituții de intermediere financiară, a „n” emitenți și „m” cumpărători, economiile la scară înseamnă reducerea numărului de tranzacții (teoretic posibile) de la „n-m” la „n+m”.

Specializarea unei bănci, de exemplu, se referă la profesionalismul cu care este tratat un volum mare de informații, datorită informațiilor privilegiate pe care banca le deține cu privire la comportamentul financiar al debitorului. Privitor la activitatea acestora „vânzătorul” de valori mobiliare (societatea emitentă respectivă), principalul rol al instituțiilor de intermediere financiară constă în reducerea costurilor de cercetare și investigare a potențialilor investitori și de urmărire a plasamentelor (prin cotații). Populația, la rândul ei, beneficiază de rețeaua diversificată de destinatari ai creditelor oferită de intermedierea financiară.

Rolul instituțiilor de intermediere financiară se manifestă, în acest caz, prin reducerea riscului plasamentelor în investițiile de portofoliu și în monitorizarea debitorilor, iar încheierea tranzacțiilor este potențată de informația permanentă și accesibilă oferită de piața financiară.

Pentru a-și asigura viabilitatea în lupta concurențială, instituțiile de intermediere financiară recur la rândul lor la asigurări contra riscului, prin diversificarea portofoliilor de instrumente financiare deținute. De asemenea, constituie garanții suplimentare la alte instituții de intermediere financiară cotate ierarhic superior din punct de vedere al reputației și solvabilității. Se acoperă, astfel pericolul potențial al unui *crah bursier* care apare în momentul retragerilor simultane și masive de fonduri.

Efectele intermediarii financiare sunt evasi-benefice prin oferirea către populație a unei game mai largi de opțiuni de asumare a riscului și implicit prin creșterea volumului investițiilor de capital. Pe de altă parte, flexibilitatea posibilității de retragere a fondurilor investite duce la slăbirea controlului asupra masei monetare aflate în circulație.

Granița dintre banii „reglementați” care pot fi urmăriți în conturi și banii fără dobândă devine difuză. Activitatea instituțiilor de intermediere

financiară oscilează între specializare și globalizare. Pentru a supraviețui, specializările stricte ale instituțiilor de intermediere financiară au suferit mutații. Astăzi există societăți bancare ce oferă servicii de agenturare bursieră și de asigurare, și fonduri de pensii care oferă servicii bancare. „Cutia Pandorei” odată deschisă, este greu de prevăzut ce va urma. România se află într-o arenă financiară vicioasă. La o extremă se află băncile, dominante în spectrul instituțiilor de intermediere financiară, care au acordat credite neperformante. La cealaltă extremă, o piață financiară imatură, care în ipoteza alimentării excesive cu capital străin, pe fondul unei monede naționale slabe, ar putea conduce la o criză financiară după binecunoscutul „model asiatic”.

Pe de altă parte, desconsiderarea rolului băncilor numai datorită poziției privilegiate este injustă, deoarece ele au inovat împrumuturile personale (cărțile de credit și de debit) la scară de masă¹⁶. De asemenea, au un rol primordial în creditarea IMM-urilor care au acces limitat la piața de capital.

Considerațiile privind eficiența piețelor financiare stau sub semnul a două teorii:

Prima teorie: „random walk” este teoria mișcării aleatoare a cursurilor acțiunilor de capital. Conturată în deceniul șase al secolului al XX-lea, ea susține ideea că mișcarea viitoare a cursului unui titlu financiar, este independentă de mișcările trecute ale cursurilor titlurilor pe piață.

Această opinie a fost confirmată de studii statistice pe serii mari de date, iar corelațiile sporadice și de scurtă durată observate nu au justificat prin profiturile suplimentare aduse, costurile analizei lor. La începutul secolului al XX-lea, într-un studiu teoretic, Louis Bachelier anticipează teoria piețelor eficiente, afirmând că *speculația bursieră* este un joc corect, în care nici vânzătorii, nici cumpărătorii, nu obțin pe ansamblu un profit net.

A doua teorie: ipoteza piețelor eficiente a fost conturată la începutul anilor '60 și presupune că piețele de valori mobiliare, procesează cu o mare sensibilitate informațiile economice și reacționează rapid pentru ajustarea cursului activelor financiare. Conținutul teoriei piețelor eficiente justifică ideea generică prezentată la începutul temei: necesitatea unor piețe echilibrate.

Prin informație economică disponibilă se înțeleg toți factorii micro și macro-economici care conturează perspectivele de risc și perspectivele de venit ale activelor financiare.

Principalele trăsături ale pieței eficiente (corespondentul pieței cu concurență pură și perfectă) sunt:

- costurile tranzacționale nule;
- toți investitorii au acces gratuit și instantaneu la informațiile disponibile;
- toți participanții sunt agenți raționali care fac estimări omogene asupra evoluțiilor viitoare.

Aceste trăsături teoretice, pur idealiste, se regăsesc în practică, pe o piață eficientă, sub o formă mai slabă:

- costurile de tranzacție sunt acceptabile;
- accesul gratuit la informațiile disponibile este permis unui număr mare de investitori;
- nu există în mod sistematic o poziție dominantă pentru participanții la tranzacții.

Pe o piață cu trăsăturile enunțate, toate activele financiare cu aceleași caracteristici de risc, trebuie să ofere același venit. Piața financiară este eficientă, dacă prețul fiecărui titlu financiar este egal cu valoarea intrinsecă a titlului respectiv, în orice moment.

Prin *valoare intrinsecă* se înțelege prețul de echilibru pe piață în condițiile concurenței pure și perfecte. De fapt, „alinierea” la prețul de echilibru nu se realizează instantaneu. Există întotdeauna o perioadă de timp nenulă, deoarece la echilibru se ajunge trecând prin dezechilibre. O piață eficientă scurtează însă considerabil această perioadă de timp.

Corolar: Teoria pieței eficiente spune că este imposibil de obținut un venit peste venitul mediu anticipat al activelor cu aceeași clasă de risc.

Ipoteza piețelor eficiente a dat naștere indicilor de fonduri (de exemplu, „Standard and Poor's” (SUA) și CAC40 (Franța). Aceștia reduc costurile ocazionate de operațiile de arbitraj prea frecvente și de onorariile plătite unor analiști financiari.

În funcție de nivelul de dezvoltare a pieței de capital, distingem trei forme de eficiență:

a) eficiență slabă - mișcarea viitoare a cursurilor este independentă de variațiile anterioare. Astfel, teoria „random walk” corespunde unei piețe cu eficiență slabă;

b) eficiență semitare - informațiile accesibile publicului larg sunt încorporate instantaneu în prețul activelor financiare;

c) eficiență puternică - toate informațiile (accesibile sau nu) publicului larg sunt înglobate instantaneu în prețul activelor financiare. Deoarece se include aici și informația internă (confidențială), acest tip de eficiență este greu de probat în practică.

Alte observații cu caracter practic vin să contureze aspecte ale „ineficienței” piețelor, care, în final, duc la diferențe semnificative între rezultatele obținute de investitorii de portofoliu:

1. Decalajele de timp în încorporarea informației - se referă la atitudinea defensivă a unor investitori financiari, privind informațiile publice importante, pe care ezită să le folosească, de teama de a nu „cădea pradă” unor agenți mai bine informați;

2. Rapiditatea de reacție inegal distribuită la o informație suplimentară sau neprevăzută;

3. Percepția diferențiată mai profundă sau mai puțin profundă, sau selectivă a informației;

4. Inerția de acțiune - unii investitori imită pe cei care reacționează primii la informații. Acest fenomen, de antrenare a noi și noi investitori „în plasa profesioniștilor” continuă, până când cei dintâi, considerând cursul supraevaluat, se retrag de pe piață. Mișcarea în sens invers se derulează cu aceeași inerție.

În fine, relevăm că se disting două categorii de participanți pe piața bursieră, care obțin rezultate diferite din investițiile de portofoliu:

1. participanți raționali (*„smart money”*) care operează în mod dezinvolt cu informații relevante;

2. participanți obișnuiți (*„noise traders”*) care reacționează la zvonuri și modă.

Concluzionăm prin a evidenția că dezvoltarea unei piețe financiare este susținută de o atitudine activă a investitorilor financiari. Aceștia, ignorând ipoteza pieței eficiente, caută să obțină venituri (profit) peste medie și folosesc pe deplin informația. O piață dezvoltată este caracterizată prin faptul că decalajele dintre cursurile acțiunilor și valorile lor intrinseci sunt nivelate prin mecanismul de autoreglare al pieței.

BIBLIOGRAFIE

1. Andronic B., 2003 - *Piețe de capital*. Ed. Junimea, Iași.
2. Frâncu M., 1998 - *Piața de capital*. Ed. Tribuna economică, București.
3. Kovacs A., 1990 - *La strategies de la Nouvelle Bourse*. Ed. D.Organisation, Paris.
4. Popa I., 1993 – *Bursa*. Vol.I, ASE București.