

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI

Cu titlu de manuscris
CZU: 336.76(478):339.923:061.1EU(043)

BILOOCAIA SVETLANA

**DEZVOLTAREA PIETEI VALORILOR
MOBILIARE A
REPUBLICII MOLDOVA ÎN CONTEXTUL
INTEGRĂRII FINANCIARE EUROPENE**

522.01 – FINANȚE

Autoreferatul tezei de doctor în științe economice

CHIȘINĂU, 2014

**Teza a fost elaborată în cadrul catedrei „Investiții și Piețe de Capital”
a Academiei de Studii Economice a Moldovei, or. Chișinău**

Conducător științific:

HÎNCU Rodica, doctor habilitat în economie, profesor universitar,
Academia de Studii Economice a Moldovei

Referenți oficiali:

SECRIERU Angela, doctor habilitat în economie, profesor universitar,
Academia de Studii Economice a Moldovei

IORDACHI Victoria, doctor în economie, Institutul Național de Cercetări
Economice

Componența Consiliului Științific Specializat:

COBZARI Ludmila, președinte, doctor habilitat în economie, profesor
universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei

BOTNARI Nadejda, secretar științific, doctor în economie, conferențiar
universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei

ILIADI Gheorghe, doctor habilitat în economie, profesor cercetător,
Institutul Național de Cercetări Economice

CROTENCO Iuri, doctor habilitat în economie, conferențiar universitar,
Universitatea Liberă Internațională din Moldova

CIOBU Stela, doctor în economie, conferențiar universitar, Academia de
Studii Economice a Moldovei

CRICLIVAIA Diana, doctor în economie, conferențiar universitar,
Universitatea de Stat din Moldova

CUHAL Veronica, doctor în economie, Comisia Națională a Pieței
Financiare

Susținerea tezei va avea loc la 15 ianuarie 2015, ora 11⁰⁰ în ședința
Consiliului Științific Specializat D 32.522.01- 01 din cadrul Academiei de
Studii Economice a Moldovei, pe adresa: MD-2005, mun. Chișinău, str.
Bănulescu Bodoni 59, bloc „F”, et. 4, biroul 408.

Teza de doctor și autoreferatul pot fi consultate la Biblioteca Științifică a
Academiei de Studii Economice a Moldovei și pe pagina web a CNAA
(www.cnaa.md).

Autoreferatul a fost expediat la 15 decembrie 2014

**Secretar științific
al Consiliului Științific Specializat:**

doctor în economie, conferențiar universitar



BOTNARI Nadejda

Conducător științific:

doctor habilitat în economie, profesor universitar



HÎNCU Rodica

Autor:



BILOOCAIA Svetlana

© BILOOCAIA Svetlana, 2014

I. ABORDĂRI CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII

Actualitatea temei de cercetare: Piața valorilor mobiliare (PVM) ocupă un loc aparte în economie și îndeplinește un șir de funcții importante în sistemul de producție, reprezentând mecanismul prin intermediul căruia se realizează transferul de fonduri, contribuind astfel la finanțarea creșterii economice.

În statele europene, cota capitalului acționar în PIB constituie 47%, iar cota capitalului atras pe piețele obligațiunilor corporative – 25%. Piața de capital a UE contribuie la atragerea resurselor din partea unui spectru larg de investitori, fapt ce permite considerarea PVM ale acestor state drept mecanism cheie de mobilizare a resurselor pentru necesitățile economiei.

Realizarea direcțiilor de dezvoltare a economiei, definite în *Strategia Națională de Dezvoltare a Republicii Moldova*, stabilește pentru piața financiară a Republicii Moldova sarcini de atragere a unor volume considerabile de resurse financiare. Totuși, cercetarea efectuată a confirmat, că cota pieței de capital în PIB autohton reprezintă doar 9,8%, ceea ce demonstrează neîndeplinirea de către piața de capital autohtonă a scopului său – mobilizarea economiilor în scopul asigurării creșterii economice. Cele menționate relevă actualitatea cercetării date. Se propune drept scop, în baza analizei comparative a evoluției PVM a statelor europene și a Republicii Moldova, determinarea problemelor de funcționare a PVM autohtone existente la moment și elaborarea direcțiilor principale de dezvoltare a acestora în vederea asigurării realizării de către piață a funcțiilor sale caracteristice, precum și în contextul integrării financiare europene. În condițiile create, perspectivele de integrare financiară europeană a PVM a Republicii Moldova sunt considerate drept factor pozitiv al modernizării și dezvoltării sale.

Descrierea situației în domeniul cercetat și determinarea problemei de cercetat. Gradul de investigare a temei. Cercetarea, în baza analizei sistemice, a diferitelor aspecte ale funcționării piețelor de capital, a interconexiunii dintre creșterea economică, dezvoltarea și procesele de integrare în cadrul piețelor respective a fost efectuată de savanți străini, precum: Zingales L., Wurgler J., Demirguc-Kunt A., Beck T., Levine R., Pagano M., Baele L., Agenor P., Guevara F., Friedrich C., Dragota V. ș.a.; analiza diferitelor aspecte ale dezvoltării pieței de capital este realizată în lucrările autorilor Rubțov B., Alifanova E., Mirkin I. ș.a.

Cercetarea rolului fluxurilor financiare internaționale în stimularea creșterii economice, estimarea rolului PVM în dezvoltarea economiei și perspectivele de modernizare a acestora în Republica Moldova, au fost studiate de oamenii de știință: Iliadi G., Hâncu R., Cobzari L., Secrieru A., Stratulat O., Suhovici A. Aceleași aspecte, în ultimii ani, au fost abordate în

tezele de doctor de către Timuș V., Harcenco D., Cibotaru I., Albul E., ș.a. Totuși, problemele ce vizează aspectele metodologice ale cercetării evoluției PVM autohtone și a perspectivelor de dezvoltare a acestora în condițiile integrării financiare europene, încă nu sunt suficient cercetate.

Obiectul cercetării: îl constituie piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova în contextul integrării financiare europene.

Scopul cercetării: constă în determinarea direcțiilor principale de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova în perspectivă integrării financiare europene.

Obiectivele cercetării:

- examinarea bazelor teoretico-metodologice și a noțiunilor legislative ale pieței valorilor mobiliare, *relevarea esenței, subordonării și interrelațiilor dintre acestea;*

- cercetarea particularităților ce vizează influența *dezvoltării PVM asupra creșterii economice* în statele cu niveluri de dezvoltare economică și financiară diferite, inclusiv în Republica Moldova și cercetarea posibilității ca dezvoltarea PVM, și anume apariția în cadrul său a instrumentelor financiare inovaționale, să nu genereze crize financiare;

- cercetarea particularităților ce vizează influența *integrării financiare europene* asupra creșterii economice în statele în curs de dezvoltare, inclusiv Republica Moldova, propunerea *cadrelor metodologice de estimare a nivelului de integrare a PVM autohtonă în piața financiară europeană* și efectuarea unei *analize comparative a nivelului de integrare financiară europeană* ale piețelor de capital din unele state ale UE și din Republica Moldova;

- analizarea și sistematizarea evenimentelor de legiferare, realizate în cadrul formării pieței de capital unice a UE, în baza cărora de elaborat recomandări de modernizare a bazei normative a PVM a Republicii Moldova;

- elaborarea metodologiei de estimare a nivelului de dezvoltare a PVM ale statelor UE și a Republicii Moldova;

- identificarea tendințelor de bază ale evoluției piețelor de capital europene în vederea efectuării unei analize comparative cu cele caracteristice PVM autohtone;

- analiza nivelului de dezvoltare și a dinamicii PVM a Republicii Moldova, identificarea rolului acesteia în economia autohtonă și, în baza analizei comparative cu piețele de capital ale statelor UE, elaborarea recomandărilor privind dezvoltarea pieței de capital a Republicii Moldova, în contextul integrării financiare europene.

Metodologia cercetării. În teză sunt utilizate metode științifice generale de cunoaștere, teze ale teoriei economice mondiale și ale pieței de capital mondiale, analiza comparativă, regresivă și multifactorială, clasificări și grupări statistice, analiza și sinteza, inducția și deducția, analiza logică, metode de analiză structurală și de sistem, interpretarea grafică și tabelară.

Noutatea științifică constă în:

1. evidențierea *rolului determinant al factorului instituțional în dezvoltarea piețelor de capital* și a impactului pozitiv al acestora asupra creșterii economice;

2. identificarea condițiilor necesare pentru generarea unui *impact pozitiv al integrării financiare* asupra creșterii economice a statelor europene în curs de dezvoltare, inclusiv a Republicii Moldova;

3. elaborarea *metodologiei* de ajustare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM cu baza normativă a UE, în scopul realizării *obiectivelor operaționale și strategice, propuse de autor*;

4. *propunerea cadrului metodologic de evaluare a nivelului de integrare a PVM autohtone* în piața financiară europeană, adaptat la condițiile pieței de capital a Republicii Moldova, *pe baza calculării indicatorilor β - și σ -convergență*;

5. determinarea, în contextul *abordărilor cantitativă și legală, propuse de autor*, a gradului de integrare a piețelor de capital a unor state din UE și a pieței de capital autohtone în piața financiară europeană și evidențierea particularităților dinamicii integrării financiare a acestora;

6. elaborarea *abordării indicativ-funcționale ce permite estimarea nivelului de dezvoltare a pieței de capital autohtone* prin intermediul evaluării realizării de către piața respectivă a funcțiilor atribuite;

7. identificarea, prin utilizarea abordării indicativ-funcționale elaborate de autor, a *impedimentelor de bază* privind realizarea de către piața de capital autohtonă a funcțiilor sale și elaborarea recomandărilor de dezvoltare a acestora în contextul integrării financiare europene.

Problema științifică soluționată: în condițiile, în care piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova nu îndeplinește funcțiile atribuite și nu stimulează, la un nivel satisfăcător, creșterea economică, au fost identificate cauzele, ce împiedică perfecționarea acestora și elaborate direcțiile principale de dezvoltare a PVM autohtone, în scopul asigurării soluționării sarcinilor existente, în contextul integrării financiare europene.

Semnificația teoretică: evidențiați factorii principali de influență a piețelor de capital asupra creșterii economice a statelor dezvoltate și în curs de dezvoltare din cadrul UE; determinat că extinderea inovațiilor financiare poate deveni cauză a crizelor doar în lipsa reglementării piețelor pe care circulă respectivele; sistematizați indicatorii principali de dezvoltare a PVM la nivelurile micro și macroeconomic; cercetați și sistematizați actele normative de bază, implementate în cadrul creării pieței financiare unice a UE; stabilite obiectivele operaționale și strategice de perfecționare a bazei normative a PVM autohtone.

Valoarea aplicativă a lucrării: estimat rolul PVM a Republicii Moldova în asigurarea creșterii economice; realizată estimarea și analiza

comparativă dintre nivelul de integrare a PVM autohton și a piețelor unui sir de state din cadrul UE în piața financiară europeană; propuși indicatori-tintă de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova; identificate particularitățile de bază ale dinamicii PVM a Republicii Moldova; realizată analiza comparativă a tendințelor principale de dezvoltare a piețelor de capital ale statelor UE și a pieței de capital autohtone; elaborate recomandări privind îmbunătățirea cadrului legal al Republicii Moldova.

Rezultatele obținute pot fi utilizate de instituțiile de resort de reglementare și supraveghere, precum și aplicarea în scopuri didactice.

Rezultatele științifice principale ale lucrării: identificarea condițiilor necesare pentru generarea unui impact pozitiv al integrării financiare asupra creșterii economice a statelor europene în curs de dezvoltare, inclusiv a Republicii Moldova; elaborarea, în scopul realizării obiectivelor operaționale și strategice, propuse de autor, a metodologiei de perfectare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM în corespundere cu baza normativă a UE; adaptarea cadrului metodologic de estimare a nivelului de integrare a pieței de capital autohtone în piața financiară europeană la condițiile pieței respective pe baza calculării indicatorilor β - și σ - convergență; determinarea, în contextul abordărilor cantitativă și legală propuse de autor, a gradului de integrare a piețelor de capital a unor state din UE și a pieței de capital autohtone în piața financiară europeană și evidențierea particularităților dinamicii integrării financiare a acestora; elaborarea abordării indicativ-funcționale ce permite, pe baza evaluării realizării de către piața respectivă a funcțiilor sale, estimarea nivelului de dezvoltare a pieței de capital autohtone.

Implementarea rezultatelor științifice: necesitatea implementării rezultatelor cercetării efectuate a fost confirmată de: Ministerul Economiei (Organizația de promovare a exportului din Moldova); Comisia Națională a Pieței Financiare; agenția de rating Estimator-VM; Școala Masterală de Excelență în Economie și Business; facultatea Finanțe a Academiei de Studii Economice a Moldovei.

Aprobarea rezultatelor științifice: abordările de bază ale lucrării, concluziile și recomandările, expuse în teză, sunt publicate în 4 reviste științifice naționale de profil, prezentate la 11 conferințe științifice naționale și internaționale, cu un volum total de 5,3 coli de autor.

Structura tezei: introducerea, trei capitole, concluzii și recomandări, bibliografia ce include 343 surse, 29 anexe, 149 pagini cu text de bază, 32 figuri, 10 formule și 21 tabele.

Cuvinte-cheie: piața valorilor mobiliare, conceptul β - și σ - convergența, funcțiile pieței valorilor mobiliare, integrarea financiară, indicatori de estimare, creștere economică, dezvoltare instituțională, Directivele UE, direcții de dezvoltare a pieței de capital a Republicii Moldova.

II. CONȚINUTUL DE BAZĂ AL TEZEI ȘI ABORDĂRILE SUSȚINUTE

În capitolul I - „Bazele teoretice și legislative privind piața de capital, rolul și locul acesteia în economia contemporană” - sunt examinate bazele teoretice și metodologice, precum și noțiunile legislative ale PVM, sunt analizate aspectele principale de influență a dezvoltării piețelor de capital asupra creșterii economice, este propusă metodologia de evaluare a nivelului de dezvoltare a PVM, precum și cadrul metodologic de estimare a integrării financiare a statelor europene în curs de dezvoltare.

Analiza cercetărilor științifice, elaborată de autor, dedicată interconexiunii nivelului de dezvoltare a *piețelor financiare și creșterii economice*, a demonstrat, că existența influenței lor reciproce a fost formulată de către J. Schumpeter, care a determinat, că, cu cât mai dezvoltat este sectorul financiar, cu atât mai mare este rata de creștere a produsului intern brut (PIB).

O contribuție importantă în cercetările ulterioare a fost adusă de către specialiștii unor organizații precum: Organizația de Colaborare Economică și Dezvoltare (OECD), Fondul Monetar Internațional (IMF) ș.a., ce au dovedit existența relației dintre indicatorii de dezvoltare a piețelor financiare și caracteristicile principale de dezvoltare a economiilor naționale. Astfel, în conformitate cu estimările Băncii Mondiale, statele cu un nivel înalt de dezvoltare financiară cresc în mediu cu 1% anual mai rapid, în același timp 0,4% din creștere este inițiat de majorarea indicatorului capitalizare / PIB.

Analiza lucrărilor la temă a permis autorului să determine următoarele *mecanisme de transmitere a impulsului de la dezvoltarea pieței financiare către creșterea economică*: creșterea nivelului de dezvoltare a sistemului financiar contribuie la apariția și dezvoltarea firmelor noi, accelerarea creșterea sectoarelor inovatoare și științifice, acest fapt fiind datorat, în primul rând, pieței de acțiuni; influențează asupra normei de economisire și alegerii tehnologiilor, stabilește nivelul cheltuielilor de resurse la realizarea operațiunilor de intermediere. PVM dezvoltată asigură: optimizarea alocării capitalului; diversificarea portofoliului de active; minimizarea riscului de lichiditate; accelerarea procesului de transformare a economiilor în active pe termen mediu și lung; creșterea productivității totale și marginale a capitalului; simplificarea controlului riscului; colectarea eficientă și ieftină a informației.

În cadrul cercetării, autorul a identificat *problemele, ce constituie impedimente de dezvoltare a PVM a statelor în curs de dezvoltare*, inclusiv a Republicii Moldova: situația macroeconomică și fiscală ambiguă complică atragerea în respectivele economii a capitalului din străinătate și de pe piața internă în valută națională; companiile naționale preferă împrumutarea resurselor de pe piețele externe mai profunde, cu standarde legislative înalte și

costuri reduse ale capitalului; capitalul temporar disponibil din aceste state, de regulă, este îndreptat către piețele externe, stabile și transparente.

Analiza lucrărilor empirice și teoretice, dedicate influenței pieței financiare asupra creșterii economice a statelor UE, a permis autorului să identifice că, *cu cât mai înalt este nivelul de dezvoltare instituțională a statului, cu atât mai dezvoltată este piața locală de capital și mai considerabil rolul său în economie*: supravegherea și reglementarea în aceste state contribuie la concurența și transparența PVM; sporește calitatea serviciilor financiare; se reduc costurile; scade nivelul corupției.

Cercetarea, de asemenea, a arătat, că *nivelul de dezvoltare al piețelor financiare depinde nu doar de calitatea cadrului legal, ci și de asigurarea respectării legislației*, precum și de eficiența și calitatea organelor regulatorii. *Determinanți importanți ai dezvoltării financiare îi constituie obligația respectării contractelor și gradul înalt de protecție a drepturilor investitorilor.*

Consolidarea rolului PVM în realizarea funcțiilor atribuite și, implicit, în creșterea economică, este influențată pozitiv și de dezvoltarea instituțiilor financiare și sporirea competiției dintre acestea, rezultatul fiind: diminuarea ratelor dobânzii la credite; optimizarea alocării economiilor mobilizate; controlul utilizării acestora de către companii; reducerea cheltuielilor inutile și escrocheriilor; implementarea unor standarde mai înalte de contabilitate și gestiunea financiară; diversificarea riscurilor.

Analiza a cercetărilor empirice și teoretice a permis autorului să demonstreze rolul pozitiv al derivatelor, ca instrumente de repartizare a riscurilor, drept dovadă fiind creșterea cotei acestora în PIB până în anul 2007. De asemenea, analiza a demonstrat că, cauza principală a crizei din anii 2007-2008, declanșatorul căreia, după părerea unui șir de analitici, l-au constituit anume inovațiile financiare, a constituit-o nereglementarea piețelor de capital și netransparența pe piețele derivatelor extrabursiere, pe care, de regulă, respectivele circulă. În acest sens, în opinia autorului, un factor pozitiv îl reprezintă programul, elaborat de Organizația Internațională a Comisiilor Valorilor Mobiliare (IOSCO), Banca Reglementelor Internaționale (BIS) ș.a., de perfectare a pieței derivatelor (bursieră și extrabursieră), în cadrul căreia, începând cu anul 2009, a fost inițiat un șir de măsuri de sporire a transparenței și supunerii acesteia organelor de reglementare, fapt care, va diminua considerabil posibilitatea de realizare a riscurilor potențiale.

Analiza metodelor existente de estimare a integrării financiare, precum și adaptarea acestora la condițiile PVM a Republicii Moldova, i-au permis autorului să propună, pentru estimarea integrării financiare europene a PVM naționale, *abordarea legală și abordarea cantitativă*.

Abordarea legală presupune determinarea existenței integrării financiare, prin corespunderea unor criterii legale, propuse de Banca Centrală Europeană (BCE), în conformitate cu care, *integrarea financiară* – reprezintă

o stare a unei piețe cu instrumente financiare și servicii stabilite, în cadrul căreia toți membrii pieței: în activitatea sa de achiziție sau vânzare a respectivelor instrumente și servicii sunt reglementați în baza unui set unic de reguli; au acces egal la aceste instrumente financiare și servicii; au condiții identice de activitate pe această piață.

În cadrul *abordării cantitative*, autorul a propus utilizarea următoarelor seturi de instrumente analitice: *indicatori fundamentali ai prețului, indicatori de informare, indicatori cantitativi*.

Primul set de instrumente cercetează prețurile de piață (ratele dobânzii etc.) ale activelor analogice ale anumitor state, care, în cazul integrării, trebuie să rezulte în valori și/sau dinamică identice, ceea ce recomandăm să fie estimat prin intermediul:

1. *Conceptului β -convergență*, care permite estimarea vitezei convergenței.

Pentru calcule este utilizată analiza regresivă:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$\Delta R_{i,t}$ - diferența dintre dinamica randamentelor (prețurilor, ratelor dobânzii) activelor în statul i și în statul etalon în momentul t , $R_{i,t-1}$ - variabilă lag cu ordinul întâi, α_i - constantă pentru

statul i , β - coeficientul de convergență, L - lag, γ_l - coeficientul de regresie, $\varepsilon_{i,t}$ - abaterea aleatoare.

2. *Conceptului σ -convergență*, ce permite identificarea gradului de integrare a pieței analizate, în care scop se calculează deviația standard:

$$\sigma_i = \sqrt{\left(\frac{1}{N-1}\right) \sum_{i=1}^N [\log(y_{i,t}) - \log(\bar{y}_t)]^2}, \quad (2)$$

unde $y_{i,t}$ - reprezintă randamentul (prețuri) activelor statului i , \bar{y}_t - indicatorii similari ai activelor statului etalon la momentul t , N - cantitatea țărilor care se compară.

Luând în considerație, că utilizarea celor mai frecvent aplicate practici ale analizei *convergențiale* a integrării financiare a *pieței de acțiuni*, în baza studiului evoluției indicilor bursieri, pentru PVM a Republicii Moldova este imposibilă, ca urmare a unei lichidități scăzute a valorilor mobiliare, incluse în componența indicelui bursier de preț CNPF, autorul propune o *tehnologie adaptată proprie de evaluare a integrării financiare a PVM în curs de dezvoltare*, conform căreia: pentru estimare se recomandă utilizarea capitalizării burselor de valori; ca urmare a unei diferențe considerabile dintre valorile capitalizării burselor diferitelor state, propunem utilizarea nu a valorilor absolute ale capitalizării, ci dinamica acesteia, indicatorii căreia nu trebuie logaritmați, ceea ce ar păstra extremele de modificare a valorilor și importanța informațională a calculelor.

Analiza integrării pieței obligațiunilor, în conformitate cu practicile UE, autorul propune să fie realizată în baza estimării piețelor de *valori mobiliare de stat* (VMS) și calculul *convergenței* în baza VMS cu o durată de 2 ani, considerând drept referință VMS cu o durată de 2 ani a Germaniei. În condițiile inexistenței sau volumelor scăzute ale emisiunilor VMS cu o durată de 2 ani în statele UE, în cadrul analizei comparative, este util de a evalua și piețele VMS cu o durată de 3 ani.

Cel de-al doilea set de instrumente, propus de autor, permite estimarea influenței asupra PVM a riscurilor generale (sistematice) și riscurilor locale (idiosincratice). În cazul prezenței integrării europene, ratele de rentabilitate la activele identice trebuie să reacționeze la riscurile (noutățile) globale într-o măsură mai mare, decât la riscurile locale.

Cel de-al treilea set de instrumente propuse reprezintă indicatori cantitativi, ce definesc nivelul integrării PVM prin intermediul estimării mărimii operațiunilor financiare dintre state, gradul de intercalare a relațiilor de proprietate, obligațiuni financiare ș.a.

Cercetarea piețelor de valori mobiliare europene a fost realizată, în teză, în contextul instrumentelor financiare care circulă pe piață, reprezentând *structura instrumentală*, precum și participanților pieței, care reprezintă *structura instituțională*.

În scopul obținerii imaginii integrale a PVM, inclusiv a celei autohtone, autorul a elaborat *abordarea indicativ-funcțională*, ce sintetizează aspectele *instrumentale* și *instituționale* ale cercetării, și permite analiza nivelului de dezvoltare a PVM și a gradului de influență asupra creșterii economice prin intermediul evaluării realizării de către piață a funcțiilor sale. O astfel de analiză poate fi realizată atât din punctul de vedere al evaluării calitative și cantitative a realizării de-facto de către piață a unei sau altei *funcții*, cât și din punctul de vedere al estimării existenței pe PVM a premiselor ce vor contribui la realizarea funcțiilor respective, fapt pentru care autorul propune utilizarea următorilor *indicatori* ai nivelului de dezvoltare a pieței de capital:

- evaluarea realizării de către piață a *funcției cumulative*, recomandăm să fie efectuată prin utilizarea *indicatorilor absoluți*, precum: numărul de emitenți, profitabilitatea la plasare, volumul resurselor atrase pe piețele *titlurilor de creanță* și *de acțiuni*, ce pot fi examinate în contextul sectoarelor, modului de plasare, tipului de investitori; și *indicatorilor relativi*: cota volumelor resurselor atrase pe piața de acțiuni sau de obligațiuni în PIB, volumul investițiilor străine în PIB, volumul resurselor atrase pe piața emisiunilor publice în PIB etc. Perspectivele de majorare a volumului resurselor atrase pe PVM pot fi estimate prin intermediul analizei spectrului de instrumente financiare accesibile investitorilor, nivelul de dezvoltare al infrastructurii, eficiența intermediarilor financiari, existența bazei normative ce ar asigura protecția drepturilor investitorilor, transparența și stabilitatea PVM ș.a.;

- îndeplinirea *funcției de redistribuire*, recomandăm să fie estimată prin *indicatorii absoluți*, precum: cantitatea și mărimea tranzacțiilor bursiere în contextul instrumentelor financiare, lichiditatea PVM, numărul companiilor în listing, densitatea pieței, rapiditatea reacției acesteia, dinamica indicilor și capitalizării bursiere; *indicatori relativi* de estimare, precum: volumul tranzacțiilor/ PIB în contextul tipurilor de hârtii de valoare, capacitatea pieței (coeficientul mediu zilnic de circulație), cota pe piață a zece companii cu cea mai mare capitalizare și volum de tranzacționare ș.a.;

- realizarea *funcției de privatizare* caracterizată de: volumul acțiunilor aparținând statului propuse spre privatizare, cota acestora în societăți pe acțiuni (S.A.) în curs de privatizare, formele și metodele privatizării (licitații, IPO), volumul emisiunilor, corelația dintre prețuri – valoarea nominală a acțiunii/preț/ oferta/prețul efectiv al vânzării ș.a.;

- îndeplinirea *funcției de asigurare* permite estimarea: volumul și cantitatea contractelor încheiate pe derivate, expuneri securizate și alte instrumente, ce convertesc incertitudinea în risc, volumul tranzacțiilor cu acestea etc.;

- îndeplinirea *funcției antiinflaționiste și de economisire*, ce caracterizează: diferența dintre venitul mediu din operațiuni cu valori mobiliare și nivelul inflației, tempourile de sporire a indicelui bursier și a prețurilor de consum, corelația dintre profitabilitatea instrumentelor de acțiuni și de creanță și rata medie a dobânzii;

- realizarea de PVM a *funcției de accelerare a circuitului capitalului*, ce determină nivelul de dezvoltare a infrastructurii de depozitare, decontare și clearing al hârtiilor de valoare;

- îndeplinirea *funcției sociale*, în opinia autorului, caracterizează: structura proprietății capitalului acționar, eficiența investitorilor instituționali;

- îndeplinirea *funcției de perfecționare a guvernării corporative și protecției drepturilor investitorilor* este determinată, în opinia autorului, de nivelul de dezvoltare instituțională a pieței de capital, capacitatea acesteia de a asigura iminența respectării contractelor, gradul înalt de protecție a investitorilor minoritari ș.a.; realizarea acestei funcții poate fi considerată una eficientă, dacă personalul de conducere asigură creșterea veniturilor companiei și alocarea imparțială a acestora, ce caracterizează: rentabilitatea capitalului, rata de distribuire a dividendelor, randamentul investițiilor în hârtii de valoare, coeficientul preț/venit. Considerăm, că drept indicator indirect poate servi cota acțiunilor ce circulă liber pe piața de capital (free float);

- realizarea de către PVM a *funcției de reglementare și funcției de control și supraveghere* se caracterizează prin: nivelul de dezvoltare a instituțiilor de reglementare de stat și autoreglementare, regulile formale și normele neformale, precum și aplicarea eficientă a acestora.

În Capitolul II - "Analiza tendințelor de dezvoltare a piețelor de capital ale statelor Uniunii Europene cu scopul de a determina perspectivele de modernizare a pieței de capital a Republicii Moldova"-sunt analizate aspectele principale de influență a integrării financiare asupra creșterii economice a statelor în curs de dezvoltare, inclusiv Republica Moldova, și studiate tendințele de bază ale evoluției piețelor de capital a statelor UE.

Analiza, efectuată de autor, a cercetărilor teoretice și empirice privind rolul integrării în creșterea economică, a determinat, că *integrarea financiară europeană* influențează asupra creșterii economice *prin intermediul dezvoltării financiare*. În general, integrarea financiară a asigurat 1% de majorare a PIB-ului statelor UE.

Urmare a studiului lucrărilor științifice pe tematica susmenționată, a scos în evidență următorii *factori de influență pozitivă* a integrării financiare europene asupra creșterii economice a statelor în curs de dezvoltare, inclusiv Republica Moldova: companiile din cadrul statelor cu piețele mai slab dezvoltate obțin accesul la fluxurile financiare considerabile prin intermediul listing-ului pe piețele străine lichide, ceea ce rezultă în reducerea costului capitalului, majorarea capitalizării și cifrei de afaceri, sporește calitatea hârtiilor de valoare din contul distribuirii acestora în cadrul unui cerc larg de investitori informați în condițiile unor sisteme mai performante de guvernare corporativă. Intrările de capital străin sporesc eficiența intermedierei financiare, reduc costul capitalului și îmbunătățesc distribuirea resurselor; odată cu sporirea concurenței și apariția tehnologiilor mai sofisticate, spectrul serviciilor financiare, precum și calitatea acestora pe piața internă se ameliorează.

Cu toate acestea, *autorul a identificat*, că integrarea financiară, ce manifestă un efect pozitiv asupra economiei statelor în curs de dezvoltare din cadrul UE, nu totdeauna este favorabilă pentru statele în curs de dezvoltare în proces de integrare din alte regiuni ale lumii, unde liberalizarea financiară a determinat creșterea economică, ce a fost urmat de cicluri de falimente, transmise inclusiv prin canale financiare.

În multe cercetări contemporane, cea mai răspândită explicație acestui fapt o constituie existența *efectului pragului* în dezvoltarea financiară a statelor în curs de integrare și este demonstrat că, integrarea financiară *are un efect pozitiv doar în cazul în care nivelul de dezvoltare a sistemului în curs de integrare este destul de înalt*.

Analiza, efectuată de autor, a lucrărilor științifice, a arătat, că *instituțiile financiare dezvoltate, precum și calitatea înaltă a controlului și supravegherii reprezintă condiții determinante* pentru statele în curs de dezvoltare, inclusiv și pentru Republica Moldova, ce preconizează să profite de beneficiile integrării, ajută la evitarea crizelor în statele cu contul deschis al operațiunilor cu capital, contribuie la creșterea investițiilor străine directe

și de portofoliu, iar *profunzimea* crescândă a *piețelor de capital* contribuie la diminuarea riscurilor și atenuază loviturile diferitor șocuri. Integrarea piețelor de capital a statelor europene în curs de dezvoltare în piața financiară a UE nu poate fi realizată fără atingerea de către acestea a unui anumit nivel de dezvoltare, în conformitate cu cerințele expuse în actele normative ale UE (Directive ș.a.), ce obligă aceste state să asigure un nivel acceptabil de dezvoltare a piețelor de capital și o bază normativă corespunzătoare.

Menționăm, de asemenea, că avantajul statelor UE constă și în faptul că acestea, în conformitate cu categorizarea B. Balassa, au trecut toate 5 niveluri de integrare.

Cu scopul determinării tendințelor principale ale piețelor de capital ale statelor UE, de pe pozițiile *structurii instrumentale*, în teză, pe baza datelor privind bursele din 15 state europene, au fost calculați/sistematizați și analizați: *indicatori absoluți*: volumul capitalului atras pe piața acțiunilor (ofertă publică și emisiune închisă) și obligațiunilor, volumul tranzacțiilor bursiere, inclusiv ținând cont de statele de origine a emitenților, numărul de companii în listing, capitalizarea și dinamica indicilor bursieri, cantitatea contractelor, încheiate pe piața derivatelor și structura acestora, structura operațiunilor de securizare; *indicatori relativi*: cota surselor atrase pe piețele de acțiuni în PIB, volumul tranzacțiilor pe piețele de acțiuni/PIB, volumul tranzacțiilor pe piețele de acțiuni/capitalizare, cota capitalizării bursiere în PIB, coeficientul P/E, structura de proprietate a capitalului acționar, cota surselor, atrase pe piețele obligațiunilor corporative în PIB, lichiditatea PVM ș.a.

Pentru identificarea *particularităților instituționale* a PVM ale statelor UE, a fost studiată structura acestora, identificate tendințele de bază ale evoluției bursei de valori și ale platformelor de tranzacționare, precum și particularitățile de dezvoltare a infrastructurii. Analizate: volumul activelor fondurilor europene investiționale prin prisma tipurilor acestora și volumul per capita, structura portofoliilor de investiții ale companiilor de asigurări, precum și ale fondurilor de pensii ale statelor UE ș.a.

În baza abordării propuse în teză, autorul a identificat, că PVM ale statelor UE, în general, realizează cu succes *funcțiile de: acumulare (investițională); privatizare; redistribuire; economisire; perfecționare a guvernării corporative; socială; influență asupra circulației monetare; asigurare; accelerare a circulației capitalului.*

Cercetarea *evoluției bazelor normative* ale statelor UE, efectuată în cadrul tezei, a permis delimitarea măsurilor întreprinse în vederea modernizării legislației PVM ale acestor state și identificarea scopurilor atinse prin intermediul respectivelor. De remarcat, că pentru *obținerea unei imagini întregi*, analiza efectuată a fost una complexă, iar *autorul a studiat și sistematizat nu doar actele normative, elaborate de regulatorii pieței financiare a UE, dar și actele elaborate de instituții internaționale, precum: IOSCO, BIS ș.a.* Acest fapt determină *diferența considerabilă* dintre prezenta

teză și alte lucrări științifice, cunoscute de autor.

În scopul optimizării investigației susmenționate, în baza abordărilor existente de analiză adaptate de autor, toate măsurile, întreprinse în scopul formării și dezvoltării cadrului legal al pieței de capital al UE, sunt cercetate, în teză, prin prisma a patru grupuri de măsuri: *de asigurare a perfecționării procesului de dezvoltare a informației*; *de asigurare a perfecționării procesului de organizare a tranzacționării pe PVM ale UE (figura 1)*; *de perfecționare a operațiunilor post-market*; *de armonizare a pieței investițiilor colective a UE*. Autorul a identificat, că implementarea pe piețele de capital ale Uniunii Europene a măsurilor de dezvoltare a bazelor normative naționale și conformarea acestora cerințelor UE, au asigurat: sporirea transparenței piețelor de capital, sporirea încrederii față de piața de capital din partea participanților săi, majorarea numărului de investitori și volumelor tranzacțiilor, inclusiv cu rezidenți străini, sporirea lichidității piețelor și a profunzimii acestora, înăsprirea controlului riscurilor și minimizarea acestora, amplificarea concurenței, având drept urmare majorarea volumului capitalului atras și diminuarea costului acestuia.

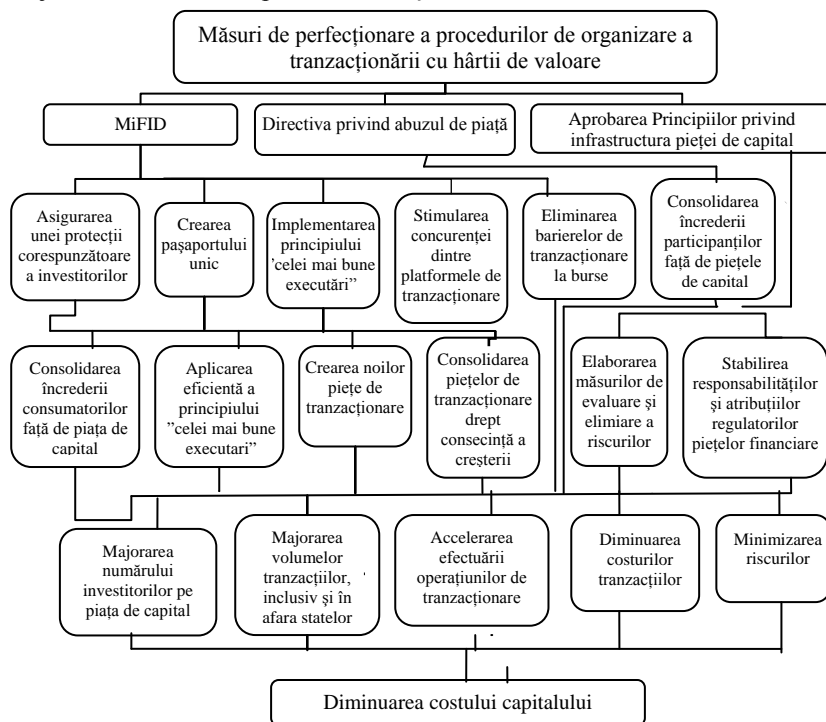


Fig. 1. Măsuri de perfecționare a procedurilor de organizare a tranzacțiilor cu valori mobiliare

Sursa: elaborată de autor în baza <http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>

Cercetarea efectuată de autor, de asemenea, a elucidat, că armonizarea reglementărilor legale ale piețelor de capital ale statelor UE a asigurat fondarea *pieței de capital integrate a Uniunii Europene*, precum indică rezultatele evaluării acesteia cu privire la corespunderea cu *criteriile legale*, stabilite de BCE, și anume: piața de capital a oricărui stat UE, în activitatea de achiziție sau vânzare a serviciilor sau instrumentelor financiare corespunzătoare este reglementată de un set unic de reguli; oricare dintre potențialii participanți ai acestei piețe are acces egal la serviciile sau instrumentele financiare și au condiții identice de activitate pe această piață.

În Capitolul III - „Direcțiile de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova în perspectiva integrării financiare europene” - a fost identificat rolul PVM naționale în economie și elucidate impedimentele privind realizarea funcțiilor atribuite acesteia, determinate direcțiile de dezvoltare, evaluat nivelul de integrare financiară a unui șir de state ale UE și a Republicii Moldova.

Analiza comparativă a evoluției piețelor de capital a statelor UE și PVM a Republicii Moldova, efectuată în baza abordării *indicativ-funcționale*, propuse de autor, a demonstrat:

1. PVM, spre deosebire de piețele statelor europene, îndeplinește *funcția de acumulare (investițională)* într-o măsură neînsemnată:

1.1. *Cota surselor, atrase pe piețele de acțiuni ale statelor UE în PIB* constituie 47%, pe când în Republica Moldova acest indicator nu reprezintă nici măcar 2%, iar rolul determinant în atragerea surselor în economie îi revine creditării bancare (vezi figura 2).

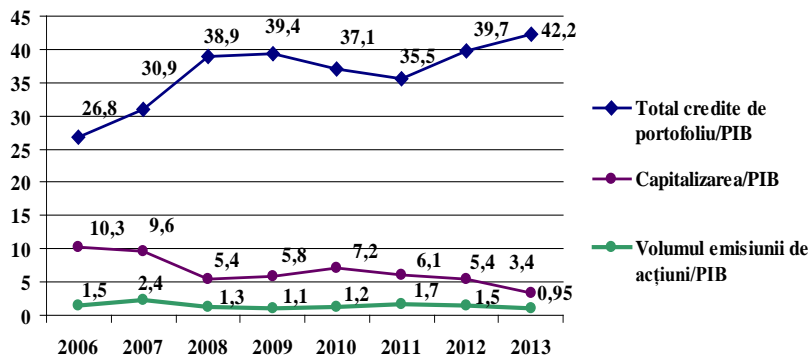


Fig. 2. Contribuția PVM și sectorului bancar al Republicii Moldova în formarea PIB-ului național, %.

Sursa: elaborată de autor în baza www.cnpf.md, www.bnm.org

1.2. *Cota pieței obligațiunilor corporative în PIB-ul statelor în curs de dezvoltare și celor dezvoltate din UE* oscilează între 3% și 25%, iar în Republica Moldova această piață nu există.

2. PVM a Republicii Moldova, spre deosebire de statele UE, îndeplinește funcția de redistribuire într-o măsură neînsemnată:

2.1. Lichiditatea PVM autohtone este comparabilă cu indicatorii PVM ale Bulgariei, României, în același timp fiind mult mai joasă decât în Cehia, Polonia, Ungaria, și de 20 de ori mai mică decât a PVM din Germania, Spania, Regatul Unit (vezi tabelul 1).

Tabelul 1. Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în capitalizarea burselor statelor europene, %

Statul	Volumul tranzacțiilor bursiere cu acțiuni / capitalizare, %						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Germania</i>	218,1	404,49	184,3	163,6	167,2	99,9	77,5
<i>Spania</i>	175,5	243,0	114,8	143,1	138,4	107,3	107,7
<i>Marea Britanie</i>	286,3	318	148,9	98,9	109,9	106,1	na
<i>Cehia</i>	76,2	115,2	56	48,6	51,8	35,4	30,6
<i>Ungaria</i>	109,8	157,6	91,4	96,9	94,5	53,3	54,9
<i>Bulgaria</i>	31,3	20,7	11,6	7,2	10,1	5,4	16,8
<i>Polonia</i>	44,2	73,8	39,4	42,2	65,3	33,5	41,5
<i>România</i>	9,32	15,4	7,4	7,3	21,7	8,3	10,1
<i>Slovacia</i>	0,5	0,1	3,3	6,8	8,3	1,4	1,9
<i>Republica Moldova (listing)</i>	10,5	3,5	0,13	0,4	0,9	4,9	19,7

Sursa: elaborată de autor în baza <http://www.world-exchanges.org>,
<http://www.cnpf.md>

2.2. Ponderea capitalizării în PIB-ul autohton este de circa zece ori mai mică, decât în Spania, Marea Britanie și de 3-4 ori mai mică decât în Ungaria, Polonia, Cehia, și este comparabilă cu valorile indicatorilor analogici pentru România, Bulgaria, Slovacia (vezi tabelul 2).

Tabelul 2. Ponderea capitalizării în PIB-ul statelor europene, %

Statul	Ponderea capitalizării bursiere în PIB, %						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Germania</i>	59,4	32,1	35,3	41,9	33,3	43,7	59,0
<i>Spania</i>	117,2	62,2	89,1	62,3	69,1	73,8	74,9
<i>Marea Britanie</i>	130,2	73,9	82,7	119,9	135,1	137,8	na
<i>Bulgaria</i>	51,2	18,8	16,6	14,9	15,7	12,7	6,1
<i>Cehia</i>	37,5	19,9	16,5	16,6	17,6	18,7	10,3
<i>Ungaria</i>	24,6	12,6	21,1	21,2	13,5	16,5	9,1
<i>Polonia</i>	47,0	18	24,1	39,4	27,2	36,2	24,4
<i>România</i>	17,4	6,8	7,2	7,9	7,4	9,3	8,3
<i>Slovacia</i>	8,3	6,0	5,3	4,9	5,7	5,1	3,9
<i>Republica Moldova</i>	12,8	10,8	7,2	7,1	6,8	6,4	3,4

Sursa: elaborată de autor în baza: <http://www.world-exchanges.org>,
<http://www.cnpf.md>

2.3. *Ponderea acțiunilor companiilor autohtone, care participă la operațiunile de tranzacționare bursieră*, este mică. Chiar și pentru S.A. din listing, aceasta, de regulă, nu depășește 1% din acțiunile plasate.

2.4. *Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în PIB* al Republicii Moldova este de circa 9 ori mai mică decât în Polonia și Ungaria, și de 80 mai mică decât în Germania, Marea Britanie.

3. PVM autohtonă, în general, realizează cu succes *funcția de privatizare*, totuși, în comparație cu practicile UE, emisiuni publice nu au avut loc.

4. PVM autohtonă practic nu realizează *funcția de economisire* și nu oferă posibilități investitorilor de a efectua plasamente de resurse în acțiunile companiilor, creșterea prețului cărora anticipează inflația și/sau creșterea prețurilor de piață:

4.1. Investițiile în VMS, care asigură venituri, sunt dificil de efectuat ca urmare a circulației acestora pe piața interbancară, piața obligațiunilor municipale, practic, lipsește.

4.2. Prețurile de piață ale acțiunilor nu s-au restabilit după criza din anul 2008 (vezi tabelul 3), ceea ce nu permite investitorilor să obțină venituri din diferența de preț.

Tabelul 3. Indicatori ce caracterizează acțiunile unor S.A. autohtone

Denumirea S.A.	Prețul de piață al acțiunii, lei				P/E ratio Prețul de piață al acțiunii/Venit net			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
BC "Banca Sociala" S.A.	272,8	302,9	304,1	295,4	5,6	5,4	7,0	4,9
BC "Banca de Economii"	174,9	77,5	32,7	35,5	42,7	258,3	26,8	-2,6
S.A. "IPTEH"	39	39	39	39	0,9	6,5	10,2	8,7
S.A. BC "Moldindconbank"	228,5	320,9	345,1	115	6,7	6,8	-	3,3
BC "Moldova-Agroindbank" S.A.	1425	1165	1174	1140	13,3	4,4	4,1	3,7
"MOBIASBANCA-GSG" BC S.A.	150,9	138	136,6	125	107,8	47,6	35,8	23,6
BC "Victoriabank" S.A.	199	178,9	72	44	9,7	9,3	14,5	5,0
S.A. "Floarea Soarelui"	223	50,9	175	50	7,0	1,4	14,6	-
BC "Unibank" S.A.	1660	1660	1660	330	-	53,2	7,0	13,5

Sursa: elaborată de autor în baza: <http://www.world-exchanges.org>,
<http://www.cnpf.md>

4.3 În anul 2012, doar 14% din S.A. autohtone au efectuat plata dividendelor (vezi figura 3).

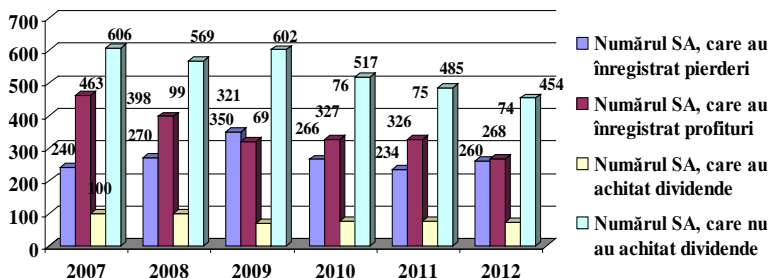


Fig. 3. Dinamica numărului de S.A. din Republica Moldova care au anunțat plăți ale dividendelor, unit.

Sursa: elaborată de autor în baza www.cnpf.md

4.4. Plata dividendelor, spre deosebire de depozitare de depozite bancare, se impozitează, din care cauză investitorii preferă plasarea resurselor disponibile în depozite bancare. Drept urmare a reintroducerii impozitului pe venit, pe PVM autohtonă a apărut *problema dublei impozitări*.

5. Spre deosebire de piața UE, PVM autohtonă nu îndeplinește, în măsura cuvenită, *funcția socială*, precum și *funcția de perfecționare a guvernării corporative și de protecție a intereselor investitorilor*, deoarece:

5.1. Din cadrul celor 3028 S.A. existente în Republica Moldova, doar 30 de societăți au aprobat *Codul de guvernare corporativă*, dintre care 14 – bănci comerciale.

5.2. Companiile cu acționari majoritari dețin o cotă considerabilă pe piață, acționarii minoritari fiind deseori lezați în drepturi: la o listă de emitenți, obligați să dezvăluie public informația, ordinea de dezvăluire a acesteia, accesul la informațiile privind tranzacțiile, nu corespund practicilor UE; informația analitică, despre dinamica PVM autohtone, nu este accesibilă.

5.3. Sistemul de protecție a investitorilor de practicile de tranzacționare derutante, escrocherii și insideri, este unul imperfect; au avut loc mai multe tentative de atacuri raider, realizate prin intermediul tranzacțiilor pe PVM, prevederile legislației UE cu privire la preluările ostile nu sunt implementate.

5.4. Spre deosebire de practica europeană, în Republica Moldova lipsește instituția de reglementare prejudiciară a litigiilor cu privire la investițiile în instrumentele pieței financiare.

5.5. Emisiunile publice (IPO), inclusiv „IPO populare”, prin intermediul cărora în cadrul privatizării în masă în statele Europei de Est și, în special, în Polonia, milioane de investitori particulari au devenit acționari ai companiilor de succes, nu au avut loc.

5.6. Spre deosebire de piețele financiare ale UE, în cadrul cărora cota capitalului acționar, ce revine instituțiilor de investiții colective constituie

22%, iar suma activelor nete ale fondurilor de investiții (UCITs) per capita constituie 16000 euro, în Republica Moldova *lipsește un sistem de investiții colective*. Dezvoltarea sistemului de asigurări prin intermediul fondurilor nestatale de pensii, pe lângă toate, este împiedicată și de impozitarea plăților fondurilor de pensii.

5.7. *Fondul de compensare a investitorilor*, în conformitate cu Legea privind piața de capital (art.130) nu este creat, normativele de asigurare prevăzute (6000 lei) nu corespund normelor minimale ale UE, stabilite, prin Directiva 97/9/UE, în mărimea de 20000 de euro.

6. Piața VMS, în linii mari, realizează cu succes *funcția de influențare a circulației monetare*.

7. Spre deosebire de piețele de capital din UE, PVM a Republicii Moldova nu îndeplinește *funcția de asigurare*, ceea ce reprezintă o consecință a lipsei instrumentelor derivate pe piață.

8. PVM autohtonă, spre deosebire de piața UE, practic nu îndeplinește *funcția de accelerare a circulației capitalului*: sistemul electronic de efectuare a tranzacțiilor pe BVM este imperfect; Depozitarul Național nu realizează la nivelul solicitat funcția Depozitarului Central; infrastructura pieței nu este dezvoltată.

9. Pe PVM autohtonă lipsesc, în pofida recomandărilor BIS și IOSCO, mecanismele de asigurare a stabilității, bazate pe principiile gestiunii riscurilor.

Estimarea nivelului de integrare a PVM autohtone în piața de capital europeană, efectuată în teză, prin prisma *abordării legale*, a demonstrat, că piața autohtonă, *în linii mari, nu este pregătită pentru integrarea în piața de capital a UE*, deoarece: regulile existente în Republica Moldova cu privire la achiziționarea și vânzarea instrumentelor financiare diferă de practicile UE (nu există posibilități de a efectua tranzacții short, tranzacții în marjă ș.a.); participantul pe piața de capital autohtonă nu are posibilitatea să efectueze operațiuni cu multe dintre instrumentele financiare, din cele existente, în conformitate cu Directivele MiFID; participantul PVM nu poate presta / utiliza un șir de servicii, care sunt obligatorii de a fi îndeplinite pe piețele de capital a statelor UE.

În rezultatul cercetării efectuate, autorul a elaborat metodologia de *modernizare a cadrului legal al Republicii Moldova*, în concordanță cu sistemul de reglementare al UE, orientându-se la realizarea obiectivelor *operaționale și strategice*. În calitate de obiective strategice, în conformitate cu principiile IOSCO și BIS, autorul a propus: *transparența pieței de capital autohtone, protecția drepturilor investitorilor în cadrul acesteia; securitatea pieței de capital; eficiența pieței de capital*. Pentru a spori eficiența acestor măsuri, autorul propune, în procesul de elaborare a actelor normative, aplicarea modelării în baza schemei, după cum urmează:

Act normativ→*Măsuri*→*Obiective operaționale*→*Obiective strategice*

Analiza integrării PVM a Republicii Moldova în piața financiară europeană, efectuată de autor, în baza estimării participării pe ea a investitorilor străini în anul 2013, a demonstrat că: după scăderea în perioadele precedente, volumul investițiilor, atrase pe *pieța primară*, a crescut și constituie 489,6 mil. lei; volumul tranzacțiilor, prezintă o creștere și constituie: la cumpărare – 317,7 mln. lei, la vânzare – 441,3 mln. lei. Totuși, prezența dominantă pe piață a tranzacțiilor de vânzare, reprezintă un indicator negativ în contextul perspectivelor de integrare.

Analiza comparativă a nivelului de integrare financiară a *piețelor VMS* și a *piețelor de acțiuni* (vezi figura 4, tabelul 4) pentru un șir de state dezvoltate și în curs de dezvoltare din cadrul UE și Republica Moldova, efectuată conform metodologiei propuse de autor, în baza β - și σ -convergențe, a arătat, că: gradul de integrare financiară a piețelor statelor dezvoltate este mai înalt, decât cel al piețelor statelor în curs de dezvoltare, inclusiv al Republicii Moldova; volatilitatea este mai scăzută; în perioadele de criză gradul lor de integrare financiară se reduce mai puțin, iar în perioadele de creștere economică, el arată o creștere mai lentă.

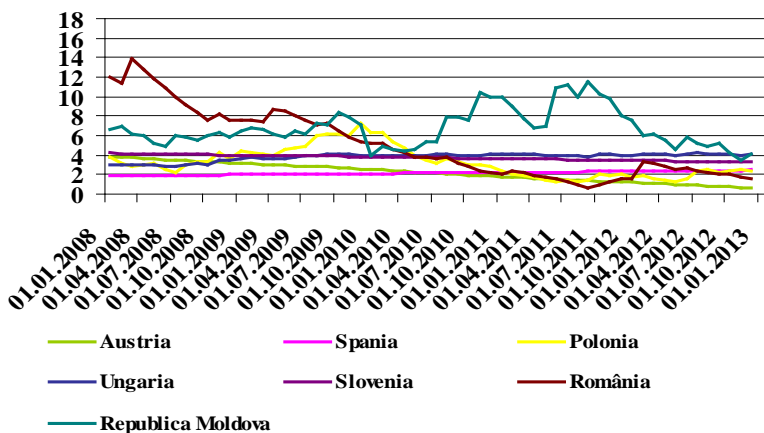


Fig. 4. Dinamica σ - coeficientului, calculat pentru piețele de acțiuni a unor state europene

Sursa: elaborată de autor în baza <http://www.world-exchanges.org>,
<http://www.cnpf.md>

PVM a Republicii Moldova este mai puțin integrată în piața financiară a UE, în comparație cu toate celelalte state analizate, însă, în conformitate cu calculele β - și σ -coeficienților, efectuate de autor, nivelul de integrare este în creștere.

Urmare a cercetării nivelului de integrare, executate în baza *indicatorilor de informare*, autorul demonstrează, că *PVM autohtonă este integrată în piața europeană de capital într-un mod nesemnificativ*, deoarece asupra

ratelor dobânzii o influență mai mare o exercită riscurile (noutățile) locale, și nu riscurile europene, influența cărora are un efect întârziat.

Tabelul 4. Valorile coeficientului β pentru piețele de acțiuni a unor state europene

Țara	2008-2009	2010-2012	2008-2012
Austria	-0.693226	-1.402556	-0.837735
Spania	-1.213056	-1.188026	-1.063979
Polonia	-0.527630	-1.153289	-0.988395
Ungaria	-0.495590	-1.289722	-0.838695
Slovenia	-1.788992	-1.431847	-1.556486
România	-0.755695	-1.012060	-0.837325
Republica Moldova	-0.552572	-1.314450	-0.898388

Sursa: elaborată de autor în baza <http://www.world-exchanges.org>,
<http://www.cnpf.md>

Cercetarea premiselor de modernizare a PVM autohtone i-a permis autorului să identifice drept factor favorabil existența pe piața financiară a Republicii Moldova a resurselor financiare libere, sursa cărora sunt transferurile bănești de peste hotare. Reieșind din cele menționate, autorul consideră, că măsurile de dezvoltare a pieței de capital trebuie orientate spre implementarea unor mecanisme care ar stimula implicarea în procesele investiționale nu doar a investitorilor străini și corporațiilor mari, dar și a investitorilor locali (persoane fizice, întreprinderile businessului mic și mijlociu).

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI:

În baza cercetărilor efectuate privind dezvoltarea pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova în contextul integrării financiare europene, au fost formulate anumite **concluzii, cele mai semnificative** fiind prezentate în cele ce urmează:

1. În baza analizei unui șir de cercetări teoretice și empirice, a fost identificat faptul, că *perfecționarea PVM a statelor în curs de dezvoltare din cadrul UE, inclusiv Republica Moldova, și majorarea influenței acestora asupra creșterii economice, nu este posibilă fără atingerea unui anumit nivel de dezvoltare instituțională*, iar drept factori determinanți se prezintă nu doar calitatea cadrului legal, dar și asigurarea respectării legislației statelor respective.

2. În rezultatul studiului lucrărilor științifice în cadrul căruia au fost analizate particularitățile dezvoltării *piețelor de capital* ale statelor europene în *proces de integrare*, autorul a identificat, că integrarea piețelor de capital ale statelor în curs de dezvoltare în piața financiară unică a UE, precum și necesitatea corespunderii cerințelor stabilite în actele normative ale UE (Directive etc.) *obligă aceste state, în termeni reduși, să asigure un nivel*

corespunzător de dezvoltare a piețelor de capital și a bazelor legislative respective.

3. În rezultatul studiului lucrărilor științifice și practicii internaționale a integrării, autorul a identificat, că statele în curs de dezvoltare din cadrul UE au primit mai multe beneficii în urma integrării financiare, decât alte state, deoarece statele UE, în conformitate cu clasificarea B. Balassa, au trecut toate cele cinci niveluri de integrare.

4. Analiza nivelului de integrare financiară europeană a Republicii Moldova, efectuată în baza *abordării legale*, a permis autorului constatarea faptului, că PVM autohtonă la moment nu este pregătită, în deplină măsură, pentru integrarea în piața financiară europeană.

5. Cercetarea cadrului normativ-legal al PVM autohtone (*Legea cu privire la S.A. ș.a.*), a permis autorului să conchidă că, respectivul, spre deosebire de cel din statele UE, nu contribuie, în deplină măsură, la crearea în Republica Moldova a unei piețe de capital transparente, sigure și eficiente.

6. Rezultatele cercetării efectuate de autor cu utilizarea metodei (*analizei convergențiale*) adaptate de către autor, demonstrează, că: nivelul de integrare financiară a statelor dezvoltate este mai înalt decât cel al statelor în curs de dezvoltare și al Republicii Moldova; volatilitatea este mai scăzută; în perioadele de criză nivelul de integrare financiară a acestora se reduce mai puțin, iar în perioadele de creștere economică, respectivele arată o creștere mai lentă. Piața de capital a Republicii Moldova este mai puțin integrată în piața financiară europeană, comparativ cu alte state examinate, totuși gradul de integrare a acesteia crește.

7. Evaluarea efectuată de către autor a integrării PVM autohtone, bazată pe analiza *indicatorilor de informare*, a demonstrat, că, spre deosebire de piețele statelor UE, asupra dinamicii ratelor dobânzii, influența determinantă este exercitată de noutățile (riscurile) locale, iar noutățile europene au un efect întârziat, ceea ce denotă nivelul mai jos de integrare financiară a PVM a Republicii Moldova în piața europeană de capital.

8. Analiza PVM a Republicii Moldova, realizată în baza *abordării indicativ-funcționale*, elaborată de autor, a demonstrat, că piața de capital autohtonă, în afara *funcției de influențare asupra circulației monetare*, la moment nu îndeplinește în egală măsură cu piețele de valori mobiliare al statelor Uniunii Europene nici una dintre funcțiile sale caracteristice. Modificările pozitive din ultimii ani s-au observat în realizarea *funcției organizaționale și legale*, fapt care reprezintă o consecință a activității CNPF de perfecționare a cadrului legal privind piața de capital a Republicii Moldova, cu scopul ajustării acesteia la legislația UE.

9. În baza rezultatelor analizei comparative a tendințelor de dezvoltare a PVM a statelor UE și a Republicii Moldova, autorul a elucidat următoarele *probleme esențiale, ce împiedică piața să realizeze funcțiile sale caracteristice*: necorespunderea sistemului autohton de reglementare și

supraveghere practicilor UE; nivelul slab de dezvoltare instituțională și protecție a drepturilor investitorilor (inclusiv de retail); numărul limitat al participanților profesioniști și spectrul îngust de servicii prestate; nivelul scăzut de lichiditate a pieței și profunzimea nesemnificativă a acesteia; lipsa sistemului de investire colectivă; infrastructura care necesită modernizare; lipsa unei serii de instrumente financiare; accesul îngreuiat la investirea în VMS; lipsa pe PVM a controlului bazat pe gestiunea risc-managementului; politica fiscală, ce nu stimulează plasarea capitalului pe PVM; lipsa pe PVM autohtonă a emisiunilor publice (IPO); neîncrederea populației față de investițiile pe PVM în condițiile rentabilității scăzute ș.a.

10. Rezultatele obținute în urma analizei comparative a indicatorilor cantitativi și calitativi de dezvoltare a piețelor de capital ale statelor UE și a Republicii Moldova, au permis autorului să constate, că la etapa actuală de perfecționare a PVM autohtone, cea mai potrivită pentru implementare, din perspectiva pe termen scurt, este practica statelor Europei de Est (Bulgaria, Polonia ș.a.), care au reușit în termeni reduși să modernizeze piețele de capital naționale și să asigure corespunderea acestora cu cerințele UE.

Problema științifică soluționată: În condițiile, în care piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova nu îndeplinește funcțiile atribuite și nu stimulează, la un nivel satisfăcător, creșterea economică, au fost identificate cauzele, ce împiedică perfecționarea acesteia și elaborate direcțiile principale de dezvoltare a PVM autohtone, în scopul asigurării soluționării sarcinilor existente, în contextul integrării financiare europene. Soluționarea problemei majore subscrise temei de cercetare, care i-au permis autorului să formuleze recomandări privind dezvoltarea PVM autohtone și transformarea acesteia într-un mecanism eficient de realizare a funcțiilor atribuite. Cele mai **relevante recomandări** sunt:

1. De a perfecționa baza legislativă a pieței de capital a Republicii Moldova în conformitate cu cadrul legal al UE, principiile și recomandările organizațiilor internaționale de profil, într-un mod sistemic, orientându-se la atingerea *scopurilor operaționale și strategice* propuse de autor.

2. De a spori transparența PVM autohtone, pentru care autorul recomandă:

- de a aduce în corespundere cu normativele UE (Directivele 2006/43/UE, 2013/34/UE) definiția *subiectului de interes public*;

- de a aduce prevederile *Legii privind S.A.* în conformitate cu reglementările Directivei 2007/36/UE ce vizează ordinea de examinare și termenele de informare a acționarilor cu privire la organizarea adunării generale a acționarilor;

- de a obliga emitenții de a plasa informația ce trebuie dezvoltată în conformitate cu *Legea privind S.A.*, pe site-ul său, simplificând la maxim posibilitatea de căutare a acesteia;

- de a obliga BVM să ofere investitorilor dreptul, în regim de timp real, de a urmări volumul și prețurile tranzacțiilor efectuate și de a asigura accesul la informația arhivată cu privire la toate emisiunile și tranzacțiile, efectuate de S.A., admise la tranzacționare.

3. De a asigura protecția plasamentelor investitorilor pe piața de capital autohtonă, pentru care autorul propune:

- de a crea *instituția autorizată (ombudsman)* pentru apărarea drepturilor consumatorilor de servicii prestate de organizațiile financiare și de a asigura hotărârea preliminară a instanței de judecată, gratuită, eficientă și independentă cu privire la soluționarea conflictelor dintre consumatorii de servicii financiare și prestatorii acestora;

- de a mări, din contul formării de către participanții PVM a schemelor de garantare, gajare și asigurare, compensația din Fondul de compensare a investitorilor până la 50000 lei ș.a;

4. De a oferi investitorilor posibilitatea de a efectua plasamente în instrumente financiare atractive din punctul de vedere al venitului și siguranței, pentru care autorul propune:

- de a implementa pe PVM autohtonă o instituție de plasare publică a valorilor mobiliare, și în conformitate cu experiența statelor din Europa de Est, Kazahstanului ș.a., de a organiza plasarea acțiunilor companiilor de stat prin intermediul mecanismului “IPO populare”;

- de a lărgi spectrul de instrumente financiare, accesibile pentru investiții prin a: efectua listingul VMS pe BVM; propune, în conformitate cu practica europeană, spre plasare VMS cu un termen de 5 ani și mai mare; propune investitorilor spre achiziționare obligațiuni municipale; să creeze instrumente de împrumut al capitalului cu scopul soluționării anumitor obiectivelor, spre exemplu, de dezvoltare a infrastructurii ș.a.

5. De a spori atractivitatea financiară a investițiilor pe PVM: de a stabili în *Codul Fiscal* al Republicii Moldova, că plățile din partea fondurilor de pensii facultative sub forma pensiilor să nu fie incluse în venitul brut al beneficiarului și de a impozita și/sau exclude din baza impozabilă resursele transferate către aceste fonduri; de a reduce impozitul pe dividendele primite de către persoane fizice până la 3% și persoane juridice – până la 6%.

6. De a perfecționa infrastructura PVM autohtone: în cazul admiterii VMS la listing pe BVM, organizarea interacțiunii la distanțată a Depozitarului Național cu sistemul electronic de evidență a tranzacțiilor cu VMS, administrată de BNM și în perspectivă, crearea Depozitarului Central unic; modernizarea sistemului electronic de tranzacționare pe BVM.

7. De a asigura, cu scopul protecției intereselor acționarilor, *dezvoltarea sistemului de control corporativ*. În baza practicii UE, de a obliga companiile, admise spre tranzacționare pe BVM, să adopte *Codul de guvernare corporativă*, sau să argumenteze, în conformitate cu principiul «respectă sau explică», imposibilitatea aprobării acestuia.

8. De a crește stabilitatea PVM a Republicii Moldova, în baza gestiunii riscurilor (în conformitate cu IOSCO și BIS), în care scop, de a elabora politica de prevenire sau minimizare a consecințelor eventualelor riscuri și de a asigura monitorizarea și estimarea acestora. Periodic, în baza modelării și/sau testării, cu implicarea participanților pe PVM, de a estima eficiența acestor măsuri.

9. De a elabora strategia de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova pe termen lung și de a asigura planificarea operativă a modernizării pieței de capital autohtone, cu stabilirea indicatorilor țintă și termenilor de îndeplinire a acestora. În Raportul anual al CNPF, pe lângă informație statistică, de a publica și materialele analitice.

10. Bazându-se metodologic pe principiile *planificării programului-țintă indicativ*, autorul, în calitate de *indicatori-țintă* pe termen scurt, recomandă utilizarea indicatorilor *Bulgariei și României*, iar în cadrul formulării perspectivei pe termen lung – alegerea indicatorilor *Republicii Cehe, Ungariei și Poloniei*.

11. De a efectua periodic, cu utilizarea *abordării indicativ-funcționale*, elaborate de autor, analiza comparativă a dinamicii de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova și piețelor de capital ale statelor dezvoltate și în curs de dezvoltare din cadrul UE, precum și de a analiza periodic *dinamica nivelului de integrare financiară europeană* a PVM a Republicii Moldova, utilizând abordarea (în baza analizei convergenței β și σ) adaptată și propusă de autor.

LISTA LUCRĂRILOR PUBLICATE LA TEMA TEZEI

Articole în reviste științifice de profil:

1. Biloocaia S. Rolul integrării europene în dezvoltarea financiară și economică a țărilor în perioadă de tranziție. În: *Economica*. Chișinău: 2011, nr.3 (77), p.129-136, c.a. 0,4
2. Билоокая С. Анализ интеграционных процессов на фондовых рынках европейских стран. În: *Studii Economice*. Chișinău: ULIM, 2011, an. 5, nr 1-2 (iunie), p.369-374, c.a. 0,4
3. Hîncu R., Biloocaia S. Tendințele de bază ale dezvoltării organismelor de plasament colectiv în Europa. În: *Economica*. Chișinău: 2011, nr.1 (75), ISSN 1810-9136, p.120-127, c.a. 0,4
4. Hîncu R., Biloocaia S. Dezvoltarea sistemului de decontare a valorilor mobiliare în conformitate cu principiile, standardele și recomandările internaționale. În: *Economica*. Chișinău: 2009, nr.6 (70), p.43-54, c.a. 0,57

Materiale ale comunicărilor științifice:

5. Билоокая С. Тенденции рынка ценных бумаг Республики Молдова и перспективы его дальнейшего развития. În: *Simpozionul internațional al tinerilor cercetători din 10-11 aprilie 2009*. Chișinău: ASEM, 2009, ed. VII, vol. I, p. 266-269, c.a. 0,2

6. Biloocaia S. Tendințe actuale ale dezvoltării pieței valorilor mobiliare europene și perspective pentru piața valorilor mobiliare autohtonă. În: Simpozionul internațional al tinerilor cercetători din 28-29 aprilie 2010. Chișinău: ASEM, 2010, ed. VIII, p. 302-304, с.а. 0,15
7. Хынку Р., Билоокая С. Основные направления развития рынка ценных бумаг Республики Молдова в перспективе Европейской интеграции. În: Материалы II Международной научно-практической конференции. Минск, 18 мая 2010, 143-150, с.а. 0,4
8. Билоокая С. Рынок ценных бумаг как источник привлечения инвестиций и финансирования экономического роста. În: Conferința științifică internațională din 29-30 octombrie 2010. Chișinău: ASEM, 2010, p. 137-142, с.а. 0,3
9. Билоокая С. Анализ интеграционных процессов на фондовых рынках стран Евросоюза. În: Simpozionul științific al tinerilor cercetători din 14-15 aprilie 2011. Chișinău: ASEM, 2011, ed. IX, p.271-274, с.а. 0,2
10. Билоокая С. Секьюритизация, как одна из важнейших современных инноваций финансового сектора. În: Conferința științifică internațională din 24-25 septembrie 2010. Chișinău: ASEM, 2011, vol. II, p.66-69, с.а. 0,3
11. Biloocaia S. Analysis of the Issuers' Main Risks during the IPO În: International Conference din 28-29 october 2011. Galați: "Dunărea de Jos" University of Galați, 2011, ed. XII, p. 378-383, с.а. 0,5
12. Билоокая С. Институциональное развитие фондовых рынков как фактор национального экономического роста. În: Науково-практична інтернет-конференція 24-25 листопада 2011. Черновцы: Буковинська державна фінансова академія, 2011, http://www.bsfa.edu.ua/index/sekcija_iii/0-247, p. 164-168, с.а. 0,25
13. Hîncu R., Biloocaia S. Piața de capital și inovațiile instituționale ale pieței financiare globale. În: Conferința științifică internațională din 23-24 septembrie 2011. Chișinău: ASEM, 2011, Vol. II, p.17-21, с.а. 0,4
14. Билоокая С. Инновационные методы оценки уровня финансовой интеграции фондового рынка Республики Молдова. În: Conferința științifică internațională din 28-29 septembrie 2012. Chișinău: ASEM, 2012, Vol. II, p.245-249, с.а. 0,3
15. Hîncu R., Biloocaia S. Особенности влияния финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран в период финансового кризиса. În: Conference "Crisis and Economic Growth" on 26 October 2012. University of National and World Economy Sofia. София: Издателски комплекс – УНСС, 2013. p.434-443, с.а. 0,5.

ADNOTARE
Bילוoaia Svetlana

**“Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova
în contextul integrării financiare europene”
Teză de doctor în economie. Chișinău, 2014**

Structura tezei: introducere, trei capitole, concluzii și recomandări, bibliografia, din 343 de surse, 29 de anexe, 149 de pagini de text de bază, 32 de figuri, 10 formule și 21 tabele. Rezultatele obținute sunt publicate în 15 lucrări științifice.

Cuvinte-cheie: piața valorilor mobiliare, conceptul de β - și σ -convergență, funcțiile pieței valorilor mobiliare, integrare financiară, indicatori de estimare, creștere economică, dezvoltare instituțională, Directivele UE, direcții de dezvoltare a pieței de capital a Republicii Moldova.

Obiectul de studiu: piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova în contextul integrării financiare europene.

Scopul cercetării constă în determinarea direcțiilor principale de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova în perspectivă integrării financiare europene.

Problema științifică importantă soluționată. În condițiile, în care piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova nu îndeplinește funcțiile atribuite și nu stimulează, la un nivel satisfăcător, creșterea economică, au fost identificate cauzele, ce împiedică perfecționarea acesteia și elaborate direcțiile principale de dezvoltare a PVM autohtone, în scopul asigurării soluționării sarcinilor existente, în contextul integrării financiare europene.

Noutatea și originalitatea științifică constă în: evidențierea rolului determinant al factorului instituțional în dezvoltarea piețelor de capital și a impactului pozitiv al acestora asupra creșterii economice; identificarea condițiilor necesare pentru generarea unui impact pozitiv al integrării financiare asupra creșterii economice a statelor europene în curs de dezvoltare, inclusiv a Republicii Moldova; elaborarea metodologiei de ajustare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM la baza normativă a UE, în scopul realizării obiectivelor operaționale și strategice, propuse de autor; propunerea cadrului metodologic de evaluare a nivelului de integrare a PVM autohtone în piața financiară europeană, adaptat la condițiile pieței de capital a Republicii Moldova, pe baza calculării indicatorilor β - și σ -convergență; determinarea, în contextul abordărilor cantitativă și legală propuse de autor, a gradului de integrare a piețelor de capital a unor state din UE și a pieței de capital autohtone în piața financiară europeană și evidențierea particularităților dinamicii integrării financiare a acestora; elaborarea abordării indicativ-funcționale ce permite estimarea nivelului de dezvoltare a pieței de capital autohtone prin intermediul evaluării realizării de către piața respectivă a funcțiilor atribuite; identificarea, prin utilizarea abordării indicativ-funcționale elaborate de autor, a impedimentelor de bază privind realizarea de către piața de capital autohtonă a funcțiilor sale și elaborarea recomandărilor de dezvoltare a acesteia în contextul integrării financiare europene.

Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a lucrării constă în faptul că au/a fost: sistematizati indicatorii principali de dezvoltare a PVM la nivelul micro și macroeconomic; cercetate și sistematizate actele normative implementate în cadrul creării pieței financiare unice a UE; stabilite obiectivele operaționale și strategice de perfecție a bazei normative a PVM autohtone; determinați indicatorii-țintă de dezvoltare a pieței de capital autohtone; propuse recomandări de ajustare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM cu normele UE; determinat că extinderea inovațiilor financiare inițiază crize doar în lipsa reglementării piețelor pe care respectivele circula; efectuată analiza comparativă a nivelului de integrare a piețelor de capital ale statelor europene, cu nivele diferite de dezvoltare economică, inclusiv a Republicii Moldova, în piața financiară europeană; determinate principalele particularități ale dinamicii PVM a Republicii Moldova și efectuată analiza comparativă a acestora cu tendințele de bază în dezvoltarea piețelor de capital ale statelor UE.

Rezultatele obținute pot fi utilizate de instituțiile de resort de reglementare și supraveghere, precum și aplicate în scopuri didactice.

Implementarea rezultatelor științifice: necesitatea implementării rezultatelor cercetării efectuate a fost confirmată de: Ministerul Economiei al Republicii Moldova (Organizația de promovare a exportului din Moldova), Comisia Națională a Pieței Financiare, Agenția de rating Estimator-VM, Școala Masterală de Excelență în Economie și Business a ASEM, Facultatea Finanțe al ASEM.

ANNOTATION
Bilooaia Svetlana
“Securities Market Development in the Republic of Moldova
in the Context of European Financial Integrations”
Ph.D thesis in economics. Chishinau, 2014

Thesis structure: introduction, three chapters, conclusions and recommendations, bibliography comprising 343 sources, 29 annexes, 149 pages of basic text, 32 figures, 10 formulae and 21 tables. The obtained results have been published in 15 scientific publications.

Key words: stock market, financial integration, β - and σ -convergence, stock market functions, evaluation indices, economic growth, institutional development, EU Directives, measures of development of the securities market of the Republic of Moldova.

The subject of the research: securities market of the Republic of Moldova in the context of European financial integration.

The object of the research: to elaborate the main directions of development of the securities market of the Republic of Moldova under the European financial integration prospect.

The solved scientific problem: under the conditions when the Moldovan securities market does not comply fully with its intended function and does not sufficiently stimulate national economic growth, have been identified the main problems that prevent its modernisation and elaborated the main directions of its further development in the context of European financial integration.

The scientific novelty and originality: have been emphasised the circumstances of positive influence of the financial integration on the economic growth of developing European countries and those in transition, including the Republic of Moldova; has been identified the decisive role of the institutional factor for the stock markets development and their positive role on economic growth; has been elaborated the method aiming to bring the securities market legislation in line with the European legal system, according to the operational and strategic goals presented in the research; has been proposed a method of national securities market integration evaluation, adapted to the conditions of the Moldovan stock market, based on the β - indicators and σ -convergence; has been elaborated an indicative and functional approach, allowing the evaluation of the degree of securities market development following the fulfillment of its functions; has been assessed the degree of financial integration and emphasised the peculiarities of the EU and Moldovan securities markets; have been identified the main tendencies in the EU and Moldovan securities markets; their comparative analysis revealed the basic problems that impede the fulfilment of national securities market functions to stimulate economic growth.

Theoretical and practical significance consists in the following: have been systematized the indicators of securities market development at the micro- and macro level; have been researched and systematized the normative acts, implemented under the framework of creating a single EU financial market; have been emphasized the operational and strategic goals aiming the improvement of the legal basis of the national securities market; has been evaluated the role of EU and Moldovan securities markets for the national economic growth; have been proposed recommendations for bringing the securities market legal basis in accordance with the EU norms; has been revealed the fact that spread of the financial innovations initiates crises only in the case of market non-regulation; has been performed a comparative analysis of the integration level of European countries stock markets, with different levels of economic growth, including the Republic of Moldova; have been proposed recommendations on the development of Moldovan securities market under the context of financial European integration.

The obtained results can be used by corresponding bodies of regulation and control, but also in educational uses.

Implementation of the scientific results: the necessity to implement the results of the study has been confirmed by: Ministry of Economy, National Commission for Financial Markets, Rating agency Estimator-VM, Department of Finance and Master School of Excellence in Business and Economics of ASEM.

АННОТАЦИЯ
Билокая Светлана

**“Развитие рынка ценных бумаг Республики Молдова
в контексте европейской финансовой интеграции”**

Диссертация на получение степени кандидата экономических наук. Кишинев, 2014

Структура диссертации: введение, три главы, выводы и рекомендации, библиография, включающая 343 источника, 29 приложений, 149 страниц основного текста, 32 фигуры, 10 формул и 21 таблица. Полученные результаты представлены в 15 научных публикациях.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, финансовая интеграция, концепция β - и σ - конвергенции, функции рынка ценных бумаг, индикаторы оценки, экономический рост, институциональное развитие, Директивы Евросоюза, мероприятия по развитию РЦБ Республики Молдова.

Объектом исследования: является рынок ценных бумаг Республики Молдова в контексте европейской финансовой интеграции.

Цель исследования: разработать основные направления развития РЦБ Республики Молдова, в перспективе европейской финансовой интеграции.

Решенная научная проблема: в условиях, когда РЦБ Республики Молдова не выполняет возложенные на него функции и не стимулирует, в достаточной степени, экономический рост, были идентифицированы причины, препятствующие его совершенствованию и разработаны основные направления дальнейшего развития, с целью обеспечения решения стоящих перед ним задач, в контексте европейской финансовой интеграции.

Научная новизна и оригинальность: выделены условия для позитивного влияния финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран, включая Республику Молдова; выявлена, определяющая роль институционального фактора в развитии фондовых рынков и их позитивном влиянии на экономический рост; разработана методика по приведению законодательства РЦБ Республики Молдова в соответствие с правовой системой ЕС, опираясь на достижение операционных и стратегических целей, выделенных в диссертации; предложена, адаптированная к условиям фондового рынка Республики Молдова, *методика оценки интеграции* национального РЦБ в европейский финансовый рынок, основанная на расчете *показателей β - и σ - конвергенции*; выявлена, в рамках предложенных автором подходов, степень финансовой интеграции и выделены ее особенности для РЦБ ЕС и Республики Молдова; разработан индикативно-функциональный подход, позволяющий оценивать уровень развития РЦБ посредством оценки реализации рынком присущих ему функций; идентифицированы, с использованием разработанного автором индикативно-функционального подхода, основные проблемы, препятствующие реализации национальным рынком капитала присущих ему функций и разработаны рекомендации по его развитию, в контексте европейской финансовой интеграции.

Теоретическая и прикладная значимость, заключается в: систематизированы индикаторы развития РЦБ на микро- и макроуровне, исследованы и систематизированы нормативные акты, внедренные в рамках создания единого финансового рынка ЕС; выделены операционные и стратегические цели совершенствования правовых основ национального РЦБ; выделены целевые показатели развития для РЦБ Республики Молдова; предложены рекомендации по приведению правовой базы Республики Молдова в соответствие с нормами ЕС; выявлено, что распространение финансовых инноваций, инициирует кризисы только в условиях не регулируемости рынков их обращения; проведена сравнительная оценка уровня интеграции фондовых рынков европейских стран, находящихся на различных уровнях экономического развития, включая Республику Молдова; выявлены основные особенности динамики РЦБ Республики Молдова и проведен их сравнительный анализ с выделенными основными тенденциями развития фондовых рынков стран ЕС.

Полученные результаты могут быть использованы соответствующими органами регулирования и надзора, а также могут применяться в дидактических целях.

Реализация научных результатов: необходимость внедрения результатов проведенного исследования была подтверждена: Министерством экономики (МІЕРО), Национальной комиссией по финансовому рынку, рейтинговым агентством Estimator-VM, Школой мастерат и Факультетом Финансы Молдавской Экономической Академии.

BILOOCAIA SVETLANA

**DEZVOLTAREA PIETEI VALORILOR
MOBILIARE A
REPUBLICII MOLDOVA ÎN CONTEXTUL
INTEGRĂRII FINANCIARE EUROPENE**

522.01 – FINANȚE

Autoreferatul tezei de doctor în economie

Aprobat spre tipar: 09.12.2014

Formatul hârtiei: 60x84 1/16

Hârtie ofset. Tipar ofset.

Tiraj 50 ex.

Coli de tipar: 1,0

Comanda nr. 95

Departamentul Editorial-Poligrafic al
Academiei de Studii Economice a Moldovei
Str. Mitropolit Gavriil Bănulescu-Bodoni 59,
MD-2005, Chișinău