

Buletin de analiză al Centrului de Cercetări Financiar-Monetare

Nr.4/ iunie 2014

Serie coordonată de:

Conf.univ.dr Andreea Stoian
Departamentul de Finanțe și CEFIMO
ASE București

Elaborat de:

Codruța Boar
Ștefania Tatu
Asistenți de cercetare CEFIMO



NOTĂ

Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea informațiilor
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei

ISSN 2359 – 9014
ISSN-L 2359 – 9014

Centrul de Cercetări Financiar Monetare

Anomaliile ale pieței de capital din România

Prin prezentul buletin ne-am propus o analiză a stării actuale a pieței de capital din România și a anomaliilor prezente pe această piață.

În ultimii ani numărul investitorilor care au luat în considerare posibilitățile de investire oferite de Bursa de Valori București (BVB) a crescut, acest lucru fiind reflectat și de creșterea valorii indicilor bursieri, a capitalizării bursiere și a volumului de titluri tranzacționate la BVB. De asemenea au fost făcute progrese în ceea ce privește transparența datelor aferente companiilor listate la bursă, date necesare investitorilor în procesul de fundamentare a deciziei de investire.

Deși au fost înregistrate progrese în ultimii ani, piața de capital din România se află în continuare printre piețele emergente din Europa. Principalele probleme întâlnite pe această piață sunt:

- o listarea la bursa a companiilor este încă un proces costisitor și necesită foarte mult timp, fiind necesare aproximativ 6 luni pentru listare în timp ce pe piețele dezvoltate procedura durează câteva ore.*
- o întârzierile care apar în plata dividendelor, și care pot fi de câteva luni după decizia Adunării Generale a Acționarilor cu privire la atribuirea acestora.*
- o nivelul ridicat al taxelor și al comisiunilor percepute comparativ cu țările în care piețele de capital sunt mai dezvoltate (de exemplu, în România comisionul standard de tranzacționare este de 0,117%, pe când în Polonia acesta este cuprins între 0,01% și 0,033%, iar în Austria între 0,02% și 0,04%).*

O altă problemă majoră se referă la piața obligațiunilor unde există o discriminare între

investitorii în titluri de stat și cei în obligațiuni corporative deoarece cei dintâi sunt scutiți de plată impozitului pe venitul obținut din dobânda aferentă cuponului pe când cei din urmă au obligația de a plăti acest impozit. Înțelegem considerentele de ordin bugetar, dar acest aspect poate reprezenta totodată o încălcare a principiilor de impozitare care presupun ca impozitarea să fie generală.

În condițiile în care băncile nu și-au revenit încă după recenta criză financiară suferind în continuare din cauza creditelor neperformante și a cerințelor de capital ridicate, atragerea finanțărilor de pe piața de capital reprezintă o alternativă. Dezvoltarea bursei apare astfel ca o necesitate evidentă în vederea diversificării opțiunilor de investire. Ratele de dobândă la depozite foarte reduse pot avea un efect favorabil asupra pieței de capital deoarece o parte din investitorii care își plasau economiile la bănci s-ar putea reorienta către bursa din dorința de a obține randamente mai mari prin asumarea unor riscuri. De asemenea, listarea de noi companii ar putea conduce la atragerea de noi investitori și astfel la o creștere a activității bursiere.

În continuare ne propunem să identificăm anomaliile prezente pe piața de capital din România, având ca reper anomaliile care au fost identificate la nivel internațional, și anume: efectul de mărime, efectul de PER, efectul lunii ianuarie.

1. **Efectul de mărime** reprezintă una dintre cele mai cunoscute anomalii, aceasta fiind adusă în atenție pentru prima dată de Banz (1981). Efectul de mărime presupune că între rentabilitatea bursieră a unei companii și capitalizarea bursieră există o relație negativă. Există numeroase studii prin care a fost observată această anomalie pe piața de capital americană, germană, pe cea din Marea Britanie și pe cea din Japonia.

Pentru a analiza efectul de mărime pe piața de capital din România, am luat în considerare 30 de companii listate la BVB, la categoria I și II. Companiile au fost selectate astfel încât să avem aproximativ același număr de date pentru perioada ianuarie 2011-aprilie 2014 pentru a elimina perioada în care efectele recente crize financiare au fost mai puternice asupra întregului mediu economic din România. Cele 30 de companii le-am grupat în 3 portofolii: P1 - primele 10 companii cu cea mai mică capitalizare bursieră, P2 - următoarele 10 companii cu o capitalizare bursieră medie și P3 – ultimele 10 companii cu cea mai mare capitalizare bursieră.

Tabel 1. Valori descriptive privind efectul de mărime (valori înregistrate pentru rentabilitățile zilnice)

	P1	P2	P3
Medie	-0.00088	-0.00013	-0.00019
Abatere standard	0.01093	0.00792	0.00780

Sursa: prelucrări proprii pe baza datelor preluate de la: <http://www.kmarket.ro/>

Deoarece companiile cu capitalizare bursieră mică (P1) nu au o rentabilitate bursieră medie mai mare decât cele cu capitalizare bursieră mare, ci, din contră chiar rentabilități negative mai mari, putem afirma că nu există efect de mărime pe piața de capital din România în perioada analizată. Analizând abaterea standard observăm că P1 este cel mai riscant, riscul scăzând pe măsură ce capitalizarea bursieră crește.

Pentru a verifica rezultatele obținute anterior, am utilizat două teste statistice, testul *t* și testul *F* pentru validarea sau respingerea ipotezelor privind egalitatea mediilor și a dispersiilor.

Tabel 2. Testare egalitate portofolii

Portofolii	T-test		F-test	
	Valoare	Probabilitate	Valoare	Probabilitate
P1-P2	-1.4609	0.1442	1.9081	0.0000
P1-P3	-1.3715	0.1704	1.9656	0.0000
P2-P3	0.1170	0.9069	1.0301	0.6958

Sursa: prelucrări proprii pe baza datelor oferite de <http://www.kmarket.ro/>

În cazul testului *t* verificăm ipoteza nulă că mediile portofoliilor luate două câte două sunt egale, iar în cazul testului *F* verificăm ipoteza nulă că varianțele sunt egale.

Pentru un nivel de semnificație de 5%, nu putem respinge ipoteza conform căreia mediile portofoliilor luate două câte două sunt egale. Astfel, indiferent de portofoliul în care s-ar investi s-ar obține rentabilități similare ceea ce ar infirma efectul de mărime. În ceea ce privește varianța, pentru portofoliile 2 și 3 nu putem respinge ipoteza conform căreia varianțele sunt egale, în timp ce pentru portofoliile 1 și 2 și, respectiv 1 și 3 acceptăm ipoteza alternativă conform căreia varianțele diferă semnificativ. Acest rezultat sugerează un risc mai mare pentru companiile de talie mică, comparativ cu cele de mărime medie sau mare, dar risc similar pentru companiile de mărime medie și mare.

2. **Efectul de PER** a fost analizat pentru prima dată de Sanjoy Basu (1977). Acesta a demonstrat că între valoarea PER și rentabilitatea bursieră există o relație negativă. Această anomalie a fost confirmată de numeroși autori pe piețe de capital din mai multe țări, precum: Marea Britanie, Finlanda, Japonia, Taiwan, Noua Zeelandă, etc. Am considerat aceleași companii pe care le-am avut în vedere când am analizat efectul de talie. Acestea au fost grupate în 3 noi portofolii: P1 - primele 10 companii cu cea mai mică valoare a PER, P2 - următoarele 10 companii cu o valoare a PER medie și P3 – ultimele 10 companii cu cea mai mare valoare a PER.

Tabel 3. Valori descriptive privind efectul de PER

	P1	P2	P3
Medie	-0.00106	0.00000	-0.00022
Abatere standard	0.00961	0.00875	0.00817

Sursa: prelucrări proprii pe baza datelor preluate de la: <http://www.kmarket.ro/>

Din Tabelul 2 se poate observa că societățile cu o valoare mică a PER (P1) nu au obținut rentabilități bursiere superioare celor cu o valoare a PER mare, astfel că putem spune că pe piața de capital din România nu există efect de PER în perioada analizată. Se poate constata că P1 este cel mai riscant portofoliu înregistrând cea mai mare abatere medie.

Am aplicat și în cazul efectului de PER testul *t* și testul *F* pentru egalitatea mediilor și a dispersiilor.

Tabel 4. Testare egalitate portofolii

Portofolii	T-test		F-test	
	Valoare	Probabilitate	Valoare	Probabilitate
P1-P2	-2.3290	0.0200	1.2059	0.0138
P1-P3	-1.7340	0.0831	1.3826	0.0000
P2-P3	0.7007	0.4836	1.1465	0.0719

Sursa: prelucrări proprii pe baza datelor oferite de <http://www.kmarket.ro/>

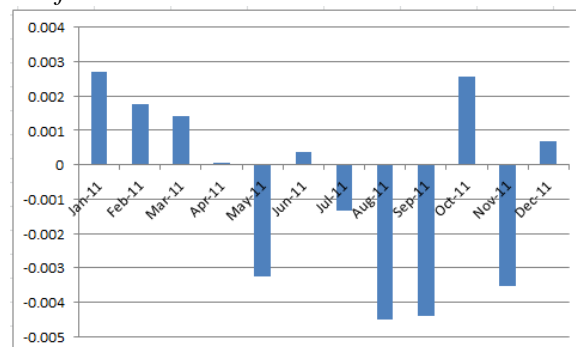
Pentru portofoliile 1 și 2 putem respinge ipoteza nulă conform căreia rentabilitățile sunt egale pentru un nivel de semnificație de 5%, ceea ce înseamnă o rentabilitate mai mare în cazul companiilor cu PER mediu comparativ cu cele care înregistrează un PER mic. În ceea ce privește varianța putem respinge ipoteza nulă în cazul portofoliilor 1 și 2, respectiv 1 și 3, indicând același rezultat ca și în cazul efectului de mărime: companiile cu PER mai scăzut sunt mai riscante comparativ cu cele care au un PER mai mare..

3. **Efectul de ianuarie** a fost studiat pentru prima dată de Wachtel (1942). Această anomalie presupune că rentabilitățile bursiere ale acțiunilor sunt mult mai mari în luna ianuarie comparativ cu celelalte luni ale anului. Numeroasele studii realizate pe această temă au arătat ca această anomalie este prezentă pe majoritatea piețelor de capital, fiind mai puternică pe piețele emergente.

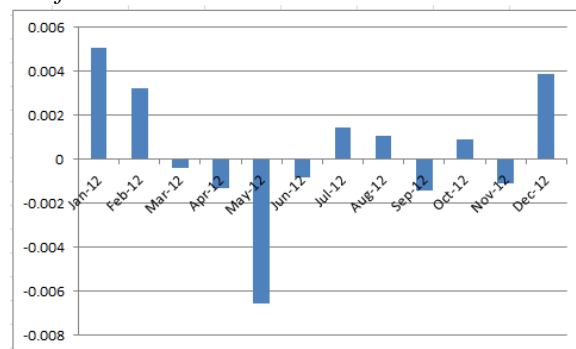
Am testat efectul de ianuarie pe piața de capital din România pe baza indicilor bursieri folosind reprezentarea grafică. Am ales să analizăm

evoluția indicelui BET-C, în perioada noiembrie 2011 – 2013.

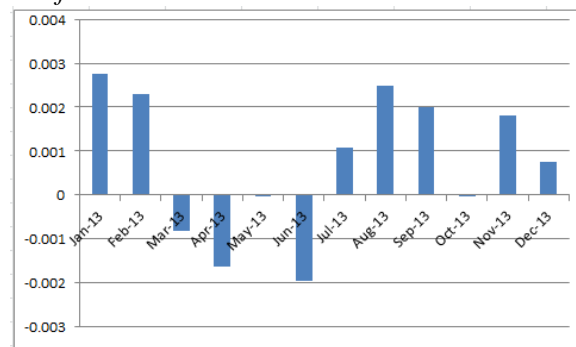
Grafic 1. Rentabilitate lunară 2011



Grafic 2. Rentabilitate lunară 2012



Grafic 3. Rentabilitate lunară 2013



Sursa: prelucrări proprii pe baza datelor oferite de <http://www.bvb.ro/>

Din graficele de mai sus, se poate observa o creștere a rentabilității indicelui BET-C în luna ianuarie, astfel că putem spune că pe piața de capital din România există un efect al lunii ianuarie în perioada analizată.

O explicație cu privire la efectul lunii ianuarie ar fi creșterea vânzărilor din luna decembrie având drept scop obținerea de lichidități pentru această perioadă a anului. Aceste vânzări determină reducerea valorii indicilor pe fondul unei oferte

ridicate de acțiuni, iar în ianuarie presiunea determinată de cumpărarea acestora conduce la creșterea prețurilor.

Datorită prezenței efectului de ianuarie pe piața de capital din România apare oportunitatea pentru investitori de a obține câștiguri speculative prin cumpărarea de acțiuni ieftine în decembrie și vânzarea mai la un preț mai mare în ianuarie.

Concluzionând, putem spune că, în perioada analizată, pe piața de capital din România nu este prezent efectul de talie și PER, ci doar cel de ianuarie, ceea ce sugerează posibilitatea obținerii unor câștiguri anormale prin speculație.

Bibliografie:

Banz, R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, 9(1), pp. 3-18

Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets Hypothesis, *Journal of Finance*, 32(3), pp. 663-682

Wachtel, S.B., (1942). Certain observations on seasonal movement in stock prices. *Journal of Business* 15, 184-193