

PARTICULARITĂȚI ALE POLITICII DE DIVIDENDE ÎN ECONOMIILE EMERGENTE¹

Drd. Adrian C. Popa²

Abstract

The main objective of this paper is to synthesize some of the specificities of dividend policies in emerging economies, with a special view on Romanian capital market. Till recent years, the emerging financial markets have been expeled from researchers' attention, but this is about to change due to high rates of return revealed by their equity markets. In this context, factors influencing dividend policy in emerging economies are of particular importance. Traditional and well-documented determinants in case of developed economies are certainly only partially applicable in emerging economies. Therefor, in author's opinion, the close we look at the peculiarities of dividend policy determinants, the more we can predict it.

Keywords: *dividend policy, emerging economies, corporate governance*

JEL: G12, P52, G34

1. POLITICA DE DIVIDENDE: ECONOMII DEZVOLTATE VS. ECONOMII EMERGENTE

Încă de la primele cercetări sistematice asupra politicii de dividende, apărute în anii 1950 și continuând pentru câteva decenii după aceea, până în anii 1980, literatura de specialitate a supus analizei cu precădere politica de dividende a întreprinderilor cotate pe piețele de capital dezvoltate, așa cum sunt cele din Statele Unite, Europa Occidentală sau Japonia, lăsând la periferie, dacă nu chiar dincolo de zenitul intereselor sale, politica de dividende a întreprinderilor situate în economii sau piețe de capital aflate în stadii inferioare de dezvoltare. În esență, cercetătorilor comportamentului financiar al întreprinderilor din Statele Unite le-a suscitată curiozitatea științifică întrebarea: „de ce distribuie întreprinderile dividende?”, atâta vreme cât acestor venituri le este asociat, în general, un dezavantaj de natură fiscală.

La finalul anilor 1970 existau deja primele semne că unele piețe au potențialul de a oferi noi oportunități pentru îmbunătățirea randamentelor investiționale, iar de dată relativ mai recentă s-a observat că ratele de distribuire a profitului prin dividende în țările cu economii în curs de dezvoltare se situează la un nivel aproximativ de 2/3 din cel al țărilor membre ale OECD³, ambele fiind motive temeinice pentru care întreprinderile aparținând economiilor emergentesă capete o atenție sporită.

¹ Acest material este realizat în cadrul grantului de cercetare CNCS TE cod PN-II-RU-TE-2011-3-0158, cu titlul *Legal Approach to Improving Corporate Governance. Meeting the Challenges of the Recent Economic and Financial Global Crisis.*

² Doctorand, Departamentul de Finanțe, Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj Napoca & Center for Company Law and Corporate Governance, Facultatea de Drept, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj Napoca; e-mail: adrian.popa@econ.ubbcluj.ro & adrian.claudiu.popa@gmail.com.

³ Jack D. Glen, Yannis Karmokolias, Robert R. Miller, Sanjay Shah, *Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets. To Pay or Not to Pay*, în *International Finance Corporation Discussion Paper* nr. 26, Banca Mondială, iulie 1995, p. 24, disponibil la http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/1995/07/01/000009265_3970311123702/Ren

Mai mult, în perioada 2009-2012, cele mai rentabile trei piețe ale lumii, considerate după randamentele obținute în urma plasamentelor în capitalul social al întreprinderilor (*equity markets*) arată că în topul performanței se află Indonezia, Turcia și Mexic⁴, toate aparținând grupului economiilor emergente.

Cu toate căse cunoaște prea bine că piețeleacestora sunt imperfecte și incomplete, iar drepturile acționarilor sunt precare, s-a apreciat că reflexia asupra politicii de dividendu trebuie să-și propună explicarea fundamentelor financiare ale deciziei de distribuire, ci mai interesantă că ar fi decelarea caracteristicilor întreprinderii care pot influența distribuirea dividendelor⁵.

2. INFLUENȚA CARACTERISTICILOR PIEȚEI ȘI ALE ÎNTREPRINDERII

Pornind de la aceste premise, s-a observat că politica de dividende a întreprinderilor din economiile emergente este condiționată, pe de o parte, de aceeași factori de influență care se regăsesc și în cazul economiilor dezvoltate (așa numiții factori tradiționali), iar pe de altă parte, de o serie de factori specifici acestor piețe.

Influențele externe încorporează cei mai numeroși dintre factorii întâlniți exclusiv în economiile emergente și care pot proveni din (i) conținutul reglementărilor care constituie mediul legislativ în care întreprinderea își desfășoară activitatea, incluzând aici atât reglementările aplicabile tuturor întreprinderilor, dar mai ales cele care se adresează întreprinderilor cu activitate în sectoare reglementate (bănci, societăți de asigurare, societăți de investiții, întreprinderi din sectoarele energetic sau de comunicații). În egală măsură, sunt factori exogeni (ii) caracteristicile guvernantei corporative și, îndeosebi, structura acționarială, referindu-neatât la incidența proprietății străine, cât și la cea a proprietății de stat. În fine, (iii) specificitățile macro-economice formează cea din urmă categorie a caracteristicilor de natură instituțională. O formă cu siguranță evidentă și eficientă prin care reglementarea poate să influențeze politica de dividende este fiscalitatea. În cele mai multe cazuri, dividendele sunt considerate un câștig de capital (*capital gain*) și se supun impozitării. În măsura în care dividendele sunt privite ca având o altă natură decât cea a câștigurilor de capital, respectiv fiind tratate ca un venit obișnuit (*ordinary income*), această abordare legislativă, poate, în teorie, să influențeze politica de dividende. Nu sunt de neglijat, însă, nici alte prevederi legale care pot apărea ca restricții sau obligații imperative pentru întreprindere, așa cum sunt, de pildă, interzicerea răscumpărărilor de acțiuni sau obligativitatea distribuirii profitului sub formă de dividende (directă, sau indirectă – prin impunerea fiscală a profitului nedistribuit cu cote superioare celui distribuit).

Literatura de specialitate este unanimă în privința faptului că în profilul întreprinderii distribuitoare de dividende este întotdeauna prezentă mărimea și profitabilitatea. Dividendele sunt apanajul întreprinderilor cu o capitalizare bursieră viguroasă (mari), profitabile și ajunse într-un stadiu matur de dezvoltare. Însă acestea nu sunt singurele variabile care trebuie luate în considerare în cazul piețelor emergente. Guvernanța corporativă poate, de asemenea, să devină un factor semnificativ de influență pentru politica de dividende, cele mai multe studii indicând o corelație pozitivă între distribuirile de dividende și buna guvernanță corporativă⁶.

[dered/PDF/multi_page.pdf](#)[01.06.2014]. Este, poate, locul să ne aducem aminte că sintagma „emerging financial markets” („piețe financiare emergente”), o datorăm International Finance Corporation.

⁴ A se vedea, *Why It Pays to Invest in Emerging Market Dividend-Payers*, 4 iunie 2013, disponibil la <http://www.usfunds.com/investor-library/frank-talk/why-it-pays-to-invest-in-emerging-market-dividend-payers/#.U98wCPmKWm5> [01.06.2014].

⁵ Todd Mitton, *Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets*, în *Emerging Markets Review*, vol. 5, nr. 4, pp. 409-426, decembrie 2004, accesat în baza de date Elsevier.

⁶ Oskar Kowalewski, Ivan Stetsyuk, Oleksandr Talavera, *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*, în *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, no. 07-09, 2007, disponibil la http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986111[01.06.2014].

3. EFECTUL DEFICIENȚELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ

Guvernanța corporativă sănătoasă produce avantaje pentru economiile emergente. În acest sens, pot fi luate în considerare următoarele: (i) creșterea accesului la finanțarea externă; (ii) creșterea numărului de noi întreprinderi; (iii) scăderea costului capitalului și (iv) profilaxia crizelor⁷. Țările cu economii emergente au realizat că dezvoltarea lor este legată de atragerea investițiilor străine directe, motiv pentru care au optat pentru introducerea principiilor guvernanței corporative prin intermediul burselor de valori. De aceea, bursele de valori au căpătat o importanță sporită în aceste state, iar influența lor se exercită într-o manieră directă asupra politicilor financiare ale întreprinderii, deoarece rolul lor în finanțarea externă este în creștere. Instrumentele concrete sunt codurile de guvernanță corporativă și celelalte reguli pentru admiterea la tranzacționare. Analizate prin comparație cu piețele de capital ale țărilor dezvoltate, bursele emergente relevă existența unor deficite considerabile⁸, calitatea guvernanței corporative fiind mai degrabă influențată de caracteristicile întreprinderii decât de specificitățile economice și legislative ale țării⁹, ceea ce a permis studiilor efectuate pe aceste piețe de capital să releve că dividendul nu este altceva decât rezultatul punerii în operă a unor mecanisme puternice de guvernanță corporativă¹⁰.

Studiul La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer și Vishny (1998)¹¹ explică prin două modele legăturile dintre distribuțiile de dividende și drepturile acționarilor. În modelul dividendului-rezultat (*outcome model*), dividendele sunt rezultatul unei protecții efective a acționarilor minoritari. Așa fiind, protecția juridică mai degrabă constrânge insiderii și acționarii majoritari spre a distribui dividende decât spre exproprierea acționarilor minoritari. Modelul este construit pe ipoteza fluxurilor de numerar libere (*free cash flow hypothesis*), explicând distribuirea de dividende ca rezultat al exercitării drepturilor acționarilor, gândită ca mecanism de guvernanță corporativă și efectuată în vederea reducerii costurilor asociate derulării raporturilor de mandat (*agency costs of free cash flow*). Cu cât drepturile acționarilor sunt mai bine consolidate, cu atât crește și puterea acestora de extragere a dividendelor și, ca urmare, probabilitatea de a exista distribuiri.

Al doilea model elaborat este cel al dividendului-substituent (*substitute model of dividends*), în care dividendul joacă rolul de înlocuitor pentru protecția de natură juridică, funcționând astfel: pentru a fi capabilă să atragă în condiții favorabile capitaluri externe (*external funds*), fie de la potențiali investitori, fie de la diverși creditori, întreprinderile vor plăti dividende, cu scopul de a-și construi o bună reputație, iar aceasta din urmă va avea menirea de a acționa ca o garanție că întreprinderea nu va proceda la exproprierea acționarilor minoritari. Modelul pornește de la premiza că drepturile acționarilor nu sunt puternice, context în care întreprinderile distribuie dividende pentru a compensa precaritatea drepturilor acționarilor. Acțiunea nu este dezinteresată, deoarece întreprinderea urmărește să inoculeze

⁷ Franklin Allen, *Corporate Governance in Emerging Economies*, în *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, no. 2, 2005, DOI: 10.1093/oxrep/gri010, disponibil la <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/oxfordreview.pdf> [01.01.2014].

⁸ Ajit Singh, *Corporate Governance, Corporate Finance and Stock Markets in Emerging Countries* în *Journal of Corporate Law Studies*, aprilie 2003, p. 63, accesat în baza de date HeinOnline.

⁹ Andrea Hugill, Jordan Siegel, *Which Does More to Determine the Quality of Corporate Governance in Emerging Economies, Firms or Număr valoris?*, în *Harvard Business School Working Papers* nr. 13-055, 26 martie, 2013, disponibil la [http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/13-055_5b0cfedd-cefe-4592-bd7e-178b566fc523.pGrade de libertate](http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/13-055_5b0cfedd-cefe-4592-bd7e-178b566fc523.pGrade%20de%20libertate) [01.01.2014].

¹⁰ Thomas O'Connor, *Dividend payout and corporate governance in emerging markets: which governance provisions matter?* în *Department of Economics Finance & Accounting Working Paper Series*, Working Paper N230-12, 2012, National University of Ireland Maynooth, disponibil la <http://economics.nuim.ie/sites/economics.nuim.ie/files/working-papers/N230-12.pdf> [01.06.2014].

¹¹ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, în *NBER Working Paper* nr. 6594, National Bureau of Economic Research, 1998, disponibil la http://www.nber.org/papers/w6594.pdf?new_window=1 [01.06.2014].

investitorilor, în special celor minoritari, ideea că există o grijă pentru interesele acestora. Tratatul echitabil al acționarilor minoritari ar trebui să conducă la reducerea costurilor de finanțare și relaxarea constrângerilor financiare pentru întreprindere. Recuperând modelul dividendului-rezultat (*the outcome model of dividend*, din studiul LLSV), s-a pus problema de a ști, în cazul întreprinderilor din economiile emergente, care este modalitatea în care acționarii *outsideri* ar putea extrage dividendul, în condițiile în care, potrivit teoriei raporturilor de mandat (*agency theory*), acționarii preferă dividendele mai ales atunci când estimează că ar putea fi „expropriați” de către acționarii *insideri*.

4. ELEMENTE DE PRECARITATE ALE GUVERNANȚEI CORPORATIVE A ÎNȚREPRINDERILOR LISTATE LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI – BVB

Piața de capital din România oferă un teren propice pentru studiul politicii de dividende și a factorilor săi de influență, deoarece este piața de capital a unei țări plasate de către Fondul Monetar Internațional în categoria țărilor emergente¹² sau, potrivit altor aprecieri, face parte din grupul piețelor de frontieră¹³. Amplasarea pieței de capital autohtone în lotul piețelor de frontieră este semnalată de includerea indicelui reprezentativ al Bursei de Valori București (BET), de către compania americană MSCI, în indicele piețelor de frontieră, respectiv *MSCI Frontier Markets Index*, alături de state precum Slovenia, Serbia, Croația, dar și Vietnam, Pakistan, Kenya și Bangladesh¹⁴, exclusiv pe baza criteriilor de performanță ale bursei, adică fără luarea în considerare a unor criterii legate de economia țării. Alte piețe, precum cele din Ungaria, Polonia, Rusia, Brazilia, dar și China, figurează, potrivit aceleiași companii, în indicele pentru piețe emergente – *MSCI Emerging Markets Index*¹⁵. Trebuie arătat, însă, că situarea unei piețe de capital într-un grup de țări nu este definitivă, dovada fiind, spre exemplu, aceea că, începând cu 2014, piețele de capital din Qatar și Emiratele Arabe Unite au glisat din categoria piețelor de frontieră în cea a piețelor emergente.

Așa cum era de așteptat, statutul de piața de frontieră (într-o economie emergentă) semnalizează că standardele de guvernare corporativă necesită consolidarea guvernării corporative, prin adoptarea și punerea în practică a regulilor privind transparența și conformitatea. Până atunci, însă, mai multe studii recente au arătat că întreprinderile din România listate la Bursa de Valori București se confundă cu deficiențe în ceea ce privește standardele de guvernare corporativă. Spre exemplu, studiul Feleagă *et al.* (2011)¹⁶ arată că „majoritatea societăților din eșantion nu îndeplinesc recomandările codului de guvernare în ceea ce privește independența administratorilor și a membrilor comitetului de audit. În plus, pentru majoritatea societăților analizate, gradul lor de transparență este incomparabil mai mic

¹² Fondul Monetar Internațional clasifică economia României între economiile emergente, alături de economiile Argentinei, Braziliei, Bulgariei, statului Chile, Chinei, Columbiei, Estoniei, Ungariei, Indiei, Indoneziei, Letoniei, Lituaniei, Malaesiei, statului Mexic, Pakistanului, statului Peru, Filipinelor, Poloniei, Rusiei, Africii de Sud, Thailandeii, Turciei, Ucrainei și Venezuelei, potrivit documentului **World Economic Outlook Update – New Setbacks, Further Policy Action Needed**, 16 iulie 2012, p. 3, disponibil la <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/02/pdf/0712.pdf> [01.06.2014].

¹³ Ludwik Sobolewski, directorul general al Bursei de Valori București a declarat, în prima sa conferință de presă ținută în această calitate, că „fluxurile de capital preferă alte piețe de frontieră și alte piețe emergente decât România” și că „o piață ca aceea din România - este o piață de frontieră”, disponibil la <http://www.agerpres.ro/media/index.php/economic/item/247346-RETROSPECTIVE-2013-cel-mai-bun-an-din-istoria-bursei-dupa-varful-din-2007.html?tmpl=component&print=1> [01.06.2014].

¹⁴ A se vedea http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/fm/ [01.06.2014].

¹⁵ A se vedea http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/em/ [01.06.2014].

¹⁶ Niculae Feleagă, Liliana Feleagă, Voicu Dan Dragomir, Adrian Doru Bigioi, *Guvernarea corporativă în economiile emergente: cazul României*, în *Economie teoretică și aplicată*, volumul XVIII (2011), No. 9 (562), pp. 3-15, disponibil la http://www.store.ectap.ro/articole/632_ro.pGrade_de_libertate [01.06.2014].

decât cel al altor societăți europene”. De asemenea, studiul Mاتیș *et. al* (2012)¹⁷ remarcă în mod particular că nu toate întreprinderile listate la Bursa de Valori București respectă standardele minime de transparență. De altfel, studiul Cuc și Kanya (2009)¹⁸, observă că întreprinderile românești pun la dispoziția publicului doar informațiile obligatorii, așa cum sunt situațiile financiare și cele referitoare la salariați, în privința altor informații, cum ar fi cele referitoare la consiliul de administrație și management, remarcându-se o lipsă de voință în sensul asigurării transparenței.

Cu toate acestea, trebuie să menționăm că unele studii afectate țărilor Europei Centrale și de Est au relevat că distribuțiile de dividende urmează aceleași model al distribuțiilor observat în piețele dezvoltate¹⁹: întreprinderile slab capitalizate distribuie un volum mai redus de dividende decât cele cu o capitalizare robustă, iar întreprinderile cu activitate în anumite sectoare, așa cum sunt cele din domeniul telecomunicațiilor sau al utilităților publice generează rate superioare de randament.

5. CONCLUZII

Politica de dividende este un subiect de preocupare tradițională pentru finanțele corporative, dar argumente credibile reclamă cu insistență în ultima vreme extinderea cercetărilor către economiile emergente, acolo unde se observă că factorii de influență documentați de-a lungul timpului sunt dublați de o serie de factori detectabili numai în cazul întreprinderilor din economiile aflate în acest stadiu de dezvoltare.

Avantajele acestui mix s-ar părea că sunt cantonate în zona randamentelor superioare, însă în opinia noastră acestea ar trebui întotdeauna apreciate după efectul pe care îl produc pe termen lung. În ceea ce privește dezavantajele, credem că atâta timp cât acestea se referă la deficiențe ale guvernantei corporative, atât întreprinderile, cât și instituțiile de reglementare trebuie să urmărească ridicarea standardelor. Cunoașterea asemănărilor și a deosebirilor dintre economiile dezvoltate și cele emergente referitoare la reglementări, specificități ale guvernantei corporative și structura acționarială este de natură să creeze predictibilitate în privința politicii de dividende a întreprinderilor din piețele emergente. Acest lucru ar trebui să contribuie la aprofundarea înțelegerii pieței de capital din România și a comportamentului financiar al întreprinderilor participante.

BIBLIOGRAFIE

1. Allen, F., *Corporate Governance in Emerging Economies*, în *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, no. 2, 2005, DOI: 10.1093/oxrep/gri010, disponibil la <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/oxfordreview.pdf>
2. Cuc, S., Kanya H., *Corporate Governance – a Transparency Index for the Romanian Listed Company*, în *University of Oradea – Annals of Faculty of Economics*, vol. 2, nr. 1, 2009, disponibil la [http://core.kmi.open.ac.uk/download/pGrade de libertate/6346787.pdf](http://core.kmi.open.ac.uk/download/pGrade%20de%20libertate/6346787.pdf)
3. Hugill, A., Siegel, J., *Which Does More to Determine the Quality of Corporate Governance in Emerging Economies, Firms or Număr valories?*, în *Harvard Business School Working Papers* nr. 13-055, 26 martie, 2013, disponibil la

¹⁷ Dumitru Mاتیș, Sorana Mihaela Mănoiu, Carmen Giorgia Bonaci, *Corporate Governance and the Financial Reporting Process*, în *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 14(2), 2012, disponibil la [http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1420122/10.pGrade de libertate](http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1420122/10.pGrade%20de%20libertate) [01.09.2013].

¹⁸ Cuc Sunhilde, Kanya Hajnalka, *Corporate Governance – a Transparency Index for the Romanian Listed Company*, în *University of Oradea – Annals of Faculty of Economics*, vol. 2, nr. 1, 2009, disponibil la [http://core.kmi.open.ac.uk/download/pGrade de libertate/6346787.pGrade de libertate](http://core.kmi.open.ac.uk/download/pGrade%20de%20libertate/6346787.pGrade%20de%20libertate)[01.06.2014].

¹⁹ Jūlija Bistрова, Natalja Lāce, *Dividend Policy Determinants in CEE Countries*, în *Contemporary Issues in Business, Management and Education'2012: Conference Proceedings, Lithuania, Vilnius, 15-16 November, 2012*, pp. 69-78.

- http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/13-055_5b0cfedd-cefe-4592-bd7e-178b566fc523.pdf
4. Glen, J.D., Karmokolias, Y., Miller, R.R., Shah, S., *Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets. To Pay or Not to Pay*, în International Finance Corporation Discussion Paper nr. 26, Banca Mondială, iulie 1995, p. 24, disponibil la http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1995/07/01/0000092653970311123702/Rendered/PDF/multi_page.pdf
 5. Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O., *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*, în Wharton Financial Institutions Center Working Paper, no. 07-09, 2007, disponibil la http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986111
 6. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, în NBER Working Paper nr. 6594, National Bureau of Economic Research, 1998, disponibil la http://www.nber.org/papers/w6594.pdf?new_window=1
 7. Matiș, D., Mănoiu, S.M., Bonaci, C.G., *Corporate Governance and the Financial Reporting Process*, în Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 14(2), 2012, disponibil la <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1420122/10.pdf>
 8. Mitton, T., *Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets*, în Emerging Markets Review, vol. 5, nr. 4, pp. 409-426, decembrie 2004, accesat în baza de date Elsevier.
 9. O'Connor, T., *Dividend payout and corporate governance in emerging markets: which governance provisions matter?* în Department of Economics Finance & Accounting Working Paper Series, Working Paper N230-12, 2012, National University of Ireland Maynooth, disponibil la <http://economics.nuim.ie/sites/economics.nuim.ie/files/working-papers/N230-12.pdf>
 10. Singh, A., *Corporate Governance, Corporate Finance and Stock Markets in Emerging Countries* în Journal of Corporate Law Studies, aprilie 2003, p. 63, accesat în baza de date HeinOnline.
 11. Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V.D., Bigioi, A.D., *Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României*, în Economie teoretică și aplicată, volumul XVIII (2011), No. 9 (562), pp. 3-15, disponibil la http://www.store.ectap.ro/articole/632_ro.pdf
 - 12.*** Fondul Monetar Internațional, World Economic Outlook Update – New Setbacks, Further Policy Action Needed, 16 iulie 2012, p. 3, disponibil la <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/02/pdf/0712.pdf>
 - 13.*** Ludwik Sobolewski, conferință de presă, disponibil la <http://www.agerpres.ro/media/index.php/economic/item/247346-RETROSPECTIVE-2013-cel-mai-bun-an-din-istoria-bursei-dupa-varful-din-2007.html?tmpl=component&print=1>
 - 14.*** *Why It Pays to Invest in Emerging Market Dividend-Payers*, 4 iunie 2013, disponibil la <http://www.usfunds.com/investor-library/frank-talk/why-it-pays-to-invest-in-emerging-market-dividend-payers/#.U98wCPmKWm5>
 - 15.*** *MSCI Frontier Markets Index*, http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/fm/
 - 16.*** *MSCI Emerging Markets Index*, http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/em/