

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI**

Cu titlu de manuscris  
C.Z.U.:336.144:[330.322:336.76](478)(043)

**LITOCENCO ANA**

**CREȘTEREA ATRACTIVITĂȚII  
INVESTIȚIONALE A VALORILOR MOBILIARE  
DE STAT ÎN SCOPUL FINANȚĂRII ECONOMIEI  
REPUBLICII MOLDOVA**

**SPECIALITATEA: 522.01. FINANȚE**

Rezumatul tezei de doctor în științe economice

**CHIȘINĂU, 2024**

Teza a fost elaborată în cadrul Școlii Doctorale a Academiei de Studii Economice a Moldovei

**Conducător științific:**

**HÎNCU Rodica**, doctor habilitat în științe economice, profesor universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei ASEM

**Referenți oficiali:**

**BĂNCILĂ Natalia** - doctor habilitat în științe economice, profesor universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei

**BILOOCAIA Svetlana** - doctor în științe economice, conferențiar universitar, Universitatea de Stat din Moldova

**Componența consiliului științific specializat:**

**Președinte al Consiliului Științific Specializat**

**STRATAN Alexandru** – doctor habilitat în științe economice, profesor universitar, membru corespondent al Academiei de Științe a Moldovei, Academia de Studii Economice a Moldovei

**Secretar științific al Consiliului Științific Specializat**

**TIMUȘ Angela**, doctor în științe economice, conferențiar cercetător, Institutul Național de Cercetări Economice, Academia de Studii Economice a Moldovei

**Membri ai Consiliului:**

**LOPOTENCO Viorica** - doctor habilitat în științe economice, conferențiar universitar, specialitatea științifică, Academia de Studii Economice a Moldovei;

**COCIUG Victoria** - doctor în științe economice, conferențiar universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei;

**DRAGOMIR Lilia** - doctor în științe economice, conferențiar universitar, Universitatea de Stat din Moldova.

Susținerea publică a tezei va avea loc la data de 24 mai 2024, ora 13:00 în ședința Consiliului științific specializat D 522.01-23-140 din cadrul Academiei de Studii Economice a Moldovei, mun. Chișinău, str. Mitropolit G. Bănulescu Bodoni, 61, MD-2005, Bloc A, etaj 3, Sala Senatului.

Teza de doctor și rezumatul pot fi consultate la biblioteca Academiei de Studii Economice a Moldovei și pe pagina web a ANACEC.

Rezumatul a fost expedit la 23 aprilie 2024.

Secretar științific al Consiliului științific specializat,

**doctor în științe economice,  
conferențiar cercetător**



**TIMUȘ Angela**

Conducător științific,

**doctor habilitat în științe economice,  
profesor universitar**



**HÎNCU Rodica**

Autor



**LITOCENCO Ana**

©Litocenco Ana, 2024

## CUPRINS

<b>REPERE CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII</b>	<b>4</b>
<b>CONȚINUTUL TEZEI</b>	<b>7</b>
<b>CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI</b>	<b>26</b>
<b>BIBLIOGRAFIE</b>	<b>29</b>
<b>LISTA PUBLICAȚIILOR AUTORULUI LA TEMA TEZEI</b>	<b>31</b>
<b>ADNOTARE (ROMÂNĂ, RUSĂ, ENGLEZĂ)</b>	<b>33</b>

## REPERE CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII

**Actualitatea și importanța temei abordate.** Apărute în calitate de sursă de finanțare a necesităților statului, în prezent, valorile mobiliare de stat (VMS) sunt pe larg utilizate de majoritatea țărilor lumii, în scopul acoperirii deficitului bugetar și asigurării statului cu resurse necesare finanțării economiei, având în vedere că anual, în bugetele naționale, la compartimentul cheltuieli publice, se planifică resurse financiare pentru realizarea diverselor acțiuni în domeniul economic, al învățământului, sănătății, protecției sociale, ordinii publice și apărării. În condițiile actuale, când cererea de resurse financiare este superioară volumului de mijloace bănești, constituit la nivelul statului din contul veniturilor bugetare, fenomenul deficitului bugetar a devenit unul obișnuit și tot mai des întâlnit în economiile naționale, inclusiv în R. Moldova. Recesiunea din anul 2020, provocată de pandemia Covid-19, seceta severă din anul 2021, dar și criza energetică din anii 2021-2022, care a produs o creștere în lanț a prețurilor, atât la resursele energetice la nivel regional, cât și la produsele alimentare la nivel intern, au generat noi provocări pe plan mondial și pe plan național, determinând statele lumii, inclusiv R. Moldova, să se orienteze pe piețele interne de valori mobiliare de stat, pentru obținerea necesarului de finanțare.

Totodată, în condițiile în care valorile mobiliare de stat sunt garantate integral de către stat și sunt însoțite de anumite avantaje financiare (dobândă și/sau, după caz, scutiri de impozite), acestea reprezintă un instrument financiar important pentru investitori. În rezultatul evoluțiilor în timp ale sectorului și ale piețelor financiare, investițiile în valorile mobiliare de stat au devenit o alternativă viabilă de economisire și investire pentru populație și agenții economici, oferind companiilor: oportunități de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale; posibilități de utilizare, în calitate de instrument de referință, pentru stabilirea prețurilor altor instrumente de datorie; posibilități de utilizare, în calitate de garanție financiară, în scopul asigurării tranzacțiilor financiare. Un segment important de utilizare a valorilor mobiliare de stat se referă la băncile centrale, care efectuează vânzări și cumpărări de valori mobiliare de stat în calitate de operațiuni de piață monetară, destinate absorbției și/sau injectării de lichidități în sistemul bancar.

În acest context, având în vedere importanța resurselor obținute de către stat prin intermediul pieței interne a valorilor mobiliare de stat, în scopul finanțării economiei, dezvoltarea pieței respective reprezintă un obiectiv ferm pentru autoritățile din R. Moldova, acestea din urmă planificând, în documentele de politici, diverse măsuri și acțiuni de îmbunătățire a modului de organizare, funcționare și dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat. Aceste măsuri sunt focusate pe adaptarea strategiilor de emiteră a valorilor mobiliare de stat, în special pe piața internă, în dependență de preferințele și necesitățile investiționale ale investitorilor, în vederea creșterii atractivității acestui instrument financiar. Un moment important de remarcat este faptul că măsurile și acțiunile, vizate mai sus, se planifică ținând cont de obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat pe termen mediu, care prevede că necesitățile de finanțare ale bugetului de stat se asigură la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor aferente. Respectiv, întru realizarea obiectivului dat, activitățile aferente organizării și dezvoltării pieței valorilor mobiliare de stat din R. Moldova se realizează cu identificarea, monitorizarea și gestionarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat, precum și cu menținerea costurilor respectivei datorii la un nivel acceptabil.

**Descrierea situației în domeniul de cercetare și identificarea problemelor asociate.** La momentul actual, principalele surse de acoperire a necesităților de finanțare a economiei în majoritatea statelor lumii, inclusiv și în R. Moldova, sunt constituite din instrumente ale datoriei. În cazul R. Moldova, finanțarea netă a deficitului bugetului de stat, din contul emisiunilor de valori mobiliare de stat pe piața internă, a constituit circa 84,1% în anul 2021, comparativ cu valoarea de 39,2% în anul 2017. Ca rezultat al pandemiei Covid, secetei și crizei energetice, serviciul VMS (emise pe piața primară), care vizează nemijlocit costurile de deservire a datoriei, s-a majorat în anii 2021-2022, acest fapt influențând indicatorul de sustenabilitate a datoriei de stat.

Totodată, se remarcă faptul că, în R. Moldova, finanțările necesare gestionării consecințelor generate de ultimele crize și evenimente ce au afectat întreaga lume, acumulate de

către stat de pe piața internă a VMS, s-au obținut, preponderent, din contul emisiunilor de bonuri de trezorerie, fapt ce a generat o creștere a costurilor aferente deservirii datoriei și o amplificare semnificativă a riscurilor de refinanțare, ultimele afectând, într-o anumită măsură, sustenabilitatea datoriei de stat interne. Pe lângă faptul că bonurile de trezorerie dispun de capacitatea de absorbție a șocurilor financiare, constituirea portofoliului de emisiuni ale statului, preponderent din instrumente pe termen scurt, se explică prin diversificarea redusă a gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova, aceasta fiind puternic concentrată pe o singură categorie de participanți – băncile comerciale. Faptul dat este determinat în principal de structura și nivelul de dezvoltare a pieței financiare autohtone, care este, în mare parte, reprezentată de sistemul bancar, iar investitorii străini pe piața locală a VMS sunt practic absenți. O altă explicație în acest sens ar fi și diversitatea redusă a VMS oferite spre plasare, atât ca tipuri de instrumente – cu dobândă fixă și dobândă variabilă, cât și ca scadențe – de la 3 luni până la 7 ani, precum și oportunitățile reduse de gestionare a riscurilor investiționale, cum ar fi cel al inflației, al lichidității pe piața secundară etc. De asemenea, începând cu anul 2021, a fost introdus impozitul pe venit pentru dobânzile obținute din deținerile de VMS, fapt ce a temperat apetitul investițional al pieței, atestându-se în perioada dată, în premieră, o cerere de VMS din partea investitorilor, inferioară ofertei statului.

Reieșind din cele expuse, atât pentru majoritatea statelor în curs de dezvoltare, cât și pentru R. Moldova, *atragera investitorilor pe piața internă a VMS și asigurarea statului cu resursele financiare necesare, în condițiile menținerii unui nivel acceptabil de costuri și riscuri pentru stat, se dovedește a fi o adevărată provocare*, autoritățile fiind mereu în căutare de noi soluții și măsuri în acest sens, motiv din care autorul tezei și-a propus efectuarea cercetării pe aspectul dat.

**Gradul de studiere a temei de cercetare.** Aspectele ce vizează finanțarea deficitului bugetar prin intermediul instrumentelor datoriei publice, au fost abordate de adepții școlilor clasice, neoclasice și contemporane: Lieberman M., Hall R., Mankiw G., Greenspan A., Baumol W., Blinder A., Panizza U, Văcărel I., Bistriceanu G. Studii pe această dimensiune se atestă și în lucrările cercetătorilor autohtoni: Stratan A., Manole T., Casian A., Petroia A. Cu referire la atractivitatea și activitatea investițională, se remarcă faptul că, cercetări în acest domeniu au fost efectuate de către cercetători străini: Velandia A., Secunho L., Zencenko S., Ахтаријева Л., Васильцова А., Гусева К., Смаглюкова Т., precum și de cercetători autohtoni: Hîncu R., Băncilă N., Timuș A., Belostecinic G., Perciun R., Gumovschi A., Suhovici A., Mărgineanu A. În același timp, trebuie de menționat că, până la momentul actual, aspectele privind atragerea plasamentelor investitorilor în valori mobiliare de stat au fost abordate din perspectiva dezvoltării pieței VMS, a factorilor determinanți și a constrângerilor ce împiedică dezvoltarea acesteia. În sensul dat, s-au efectuat studii la nivel internațional, de către: Creehan S., Jonasson T., Papaioannou M., Williams M., Burger J.D., Warnock F.E., Park C.Y., Arvai Z., Heenan G. și alții. De asemenea, se remarcă experții internaționali cu unele cercetări efectuate la subiectul pieței valorilor mobiliare (în speță a pieței obligațiunilor, a pieței VMS), a impactului dezvoltării acesteia asupra creșterii economice, precum și contribuției investitorilor străini asupra pieței obligațiunilor și creșterii economice, cum ar fi: Pradhan R.P., Zaki D.B., Kolapo F.T., Adaramola O., Kapingura F., Markheta-Kosi P., Matei I., Lucey B.M., Zhang Q., Ulubaşoglu M.A., Ebeke C., Muharam H., Ghozali I. Cercetări la nivel național, la subiectul pieței financiare și a celei de capital, a valorilor mobiliare, inclusiv a celor de stat, au fost efectuate de către: Hîncu R., Secrieru A., Cobzari L., Lopotenco V., Caraganciu A., Cociug V., Biloocaia S., Timuș A., Dragomir L., Darovannaia A., Timofei O., Iovv T. și alții.

**Scopul lucrării** constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice privind VMS și argumentarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora, din perspectiva asigurării finanțării economiei R. Moldova.

Pentru realizarea scopului dat au fost stabilite următoarele **obiective de cercetare**:

O<sub>1</sub>. Dezvoltarea abordărilor teoretice ale VMS, din perspectiva finanțării economiei, inclusiv în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, și din perspectiva investițională;

O<sub>2</sub>. Cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia;

O<sub>3</sub>. Definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței acestora;

O<sub>4</sub>. Efectuarea diagnosticării situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și privind atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniul respectiv;

O<sub>5</sub>. Analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiei din contul VMS și a măsurilor întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora;

O<sub>6</sub>. Cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora;

O<sub>7</sub>. Evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organisme internaționale: Banca Mondială (BM), Fondul Monetar Internațional (FMI), Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD) și Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE);

O<sub>8</sub>. Determinarea nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, adaptate de autor;

O<sub>9</sub>. Validarea și reflectarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în baza modelelor econometrice, elaborate de autor;

O<sub>10</sub>. Identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor, generalizate de autor, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

**Ipoteza de cercetare** presupune că, *creșterea atractivității investiționale a VMS*, în baza *elementelor determinante* (accesibilitatea și infrastructura pieței VMS; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare ale VMS; gestionarea riscurilor investiționale), identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse financiare necesare pentru *finanțarea economiei R. Moldova*.

În vederea realizării obiectivelor tezei, au fost utilizate următoarele **metode de cercetare**: metoda analitică, metoda descriptivă, metoda sintezei, metoda analizei cantitative și calitative, metoda comparației, metoda grafică, modelele econometrice de regresie neliniară.

**Supportul informațional** al cercetării este reprezentat de rapoartele periodice și publicațiile organizațiilor și instituțiilor financiare internaționale (Banca Mondială, Fondul Monetar Internațional, Organizația de Cooperare și Dezvoltare Economică, Banca Reglementărilor Internaționale, Banca Asiatică de Dezvoltare, Banca Intra-Americană de Dezvoltare), actele normative, publicațiile și datele statistice ale autorităților administrației publice centrale din Republica Moldova (Ministerul Finanțelor, Banca Națională a Moldovei, Comisia Națională a Pieței Financiare) și ale Ministerului Finanțelor, băncilor centrale și autorităților responsabile de managementul datoriei de stat din unele țări (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), analizate pe parcursul tezei date, precum și cercetările științifice, prezentate în reviste de specialitate, în cadrul conferințelor naționale și internaționale etc.

**Noutatea și originalitatea științifică rezidă în:**

- stabilirea elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS, acestea fiind reprezentate de „accesibilitatea și infrastructura pieței VMS”, „diversitatea VMS”, „beneficiile și avantajele financiare ale VMS” și „gestionarea riscurilor investiționale ale VMS”;

- evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova;

- adaptarea, de către autor, a metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a VMS autohtone;

- determinarea, în baza metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, adaptate de autor, a nivelului de atractivitate investițională a VMS emise în R. Moldova și în statele analizate, în scopul comparării și preluării bunelor practici;

- argumentarea, prin intermediul a două modele econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova;

- elaborarea modelului de relații de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne;

- identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, emise pe piața internă a R. Moldova, în baza modelului de relații de interconexiune elaborat de autor.

**Rezultatul obținut, care contribuie la soluționarea problemei științifice importante,** constă în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce condiționează promovarea aspectelor inovative de emisie a respectivelor instrumente de către stat (emiterea VMS indexate, „green”, „benchmark”), în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Semnificația teoretică** rezidă în: aprofundarea fundamentării teoretice a aspectelor privind finanțarea economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice, implicit a VMS; abordarea VMS din perspectiva investițională și din perspectiva finanțării economiei, cu elucidarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora; dezvoltarea conceptului de atractivitate investițională a VMS.

**Valoarea aplicativă** constă în: aplicarea metodologiei de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; identificarea, în baza modelelor econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS; formularea recomandărilor privind sporirea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; argumentarea necesității utilizării rezultatelor cercetării de către diverse autorități și instituții autohtone. Rezultatele pot fi folosite în scopuri de cercetare și didactice, inclusiv în cadrul cursurilor universitare.

**Structura tezei.** Teza conține introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie și anexe, acestea reflectând cercetările, analizele și rezultatele de rigoare ale lucrării.

**Aprobarea rezultatelor.** Abordările teoretice, metodologice și rezultatele obținute, ca urmare a cercetării efectuate, au fost expuse în cadrul a 15 articole științifice, cu un volum de 8,05 coli de autor, publicate în reviste naționale și internaționale, precum și susținute în cadrul manifestărilor științifice, organizate atât la nivel național, cât și internațional. Totodată, rezultatele cercetării au fost prezentate autorităților și instituțiilor autohtone în domeniu, fiind susținute și apreciate de Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova, Banca Națională a Moldovei, Depozitarul Central Unic al Valorilor Mobiliare, Comisia Națională a Pieței Financiare și Academia de Studii Economice a Moldovei, prin certificate de implementare.

## CONȚINUTUL TEZEI

**Capitolul 1 - „Aspecte conceptual-metodologice privind atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiei prin intermediul acestora”** – cuprinde: sinteza teoriilor economice, a conceptelor și a legislației R. Moldova, cu privire la finanțarea economiei (VMS, datorie publică, riscuri de refinanțare etc.); particularitățile și importanța dezvoltării pieței interne a VMS; metodele existente de determinare a nivelului de dezvoltare a piețelor interne a VMS și de evaluare a atractivității investiționale; corelațiile dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat. Este efectuată o descriere a particularităților metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, se prezintă o analiză a situației R. Moldova în domeniu, cu identificarea problematicii pe aspectul cercetat.

Astfel, conceptul de finanțare presupune procurarea, alocarea și, respectiv, cheltuirea mijloacelor bănești pentru realizarea anumitor obiective, noțiunii date fiindu-i imprimată conotații relativ diferite, determinate de specificitatea surselor utilizate în scopul finanțării, motiv din care conceptul de finanțare se divizează în „finanțare publică” și „finanțare privată”. Finanțarea privată

se efectuează din fondurile financiare private, acestea fiind constituite din capitaluri și fonduri ale entităților din mediul privat și ale populației.

Finanțarea publică sau bugetară se efectuează din contul bugetului public național și reprezintă acordarea mijloacelor financiare bugetare pentru cheltuielile aprobate în buget, teza dată axându-se anume pe acest tip de finanțare. Prin programele bugetare anuale prioritare și de strictă necesitate, statul asigură finanțarea bugetară a economiei, fiind astfel prevăzute, anual, în bugetul de stat, la compartimentul cheltuieli publice, resurse financiare pentru realizarea diverselor acțiuni în domeniul învățământului, sănătății, protecției sociale, ordinii publice și apărării, protecției mediului, economiei (agricultură, industrie, transport, comunicații, comerț) etc. Finanțarea acțiunilor și obiectivelor aferente domeniilor prenotate ia forma alocațiilor, investițiilor capitale publice și ajutoarelor de stat (subvenții, facilități fiscale, scutirii de plata dividendelor și defalcărilor (în cazul entităților cu capital public) etc.), prin intermediul cărora statul are drept scop obținerea efectelor pe termen lung și, respectiv, dezvoltarea economiei [9].

În majoritatea statelor lumii, de-a lungul timpurilor, finanțarea economiei a impus, în condițiile insuficienței resurselor financiare acumulate și formării deficitului bugetar, identificarea unor surse adiționale de mijloace financiare, VMS devenind una dintre sursele primare ale acestei finanțări. VMS fac parte din categoria obligațiunilor, acestea constituind „valori mobiliare ce exprimă o relație de creditare publică, ce acoperă o investiție efectuată pe baza unui împrumut și care conferă deținătorului dreptul de a încasa de la emitent dobânzile plătibile periodic, aferente sumei date cu împrumut, precum și dreptul ca, la maturitatea împrumutului, investitorul să-și redobândească întreaga sumă investită” [4]. În esență, VMS reprezintă instrumente financiare care atestă datoria publică, acestea constituind împrumuturi ale statului pe un anumit termen, efectuate cu scopul dezvoltării economiei țării, susținerii activității investiționale, creării unor noi locuri de muncă etc. [11].

Având în vedere că problema deficitului bugetar este una de înaltă preocupare pentru toate statele lumii, inclusiv pentru R. Moldova, și dat fiind caracterul instabil al fluxurilor financiare externe, interes deosebit pentru cercetarea dată prezintă VMS emise pe piața internă, în scopul *finanțării economiei prin acoperirea deficitului bugetar și rambursarea/refinanțarea datoriilor* statului ajunse la scadență.

Constituind obiectul datoriei publice, emisiunea VMS, în scopul acoperirii necesităților brute de finanțare, implică o serie de riscuri pentru stat: de piață, de refinanțare, de lichiditate, de credit, de decontare, operaționale. În acest context, obiectivul principal al managementului datoriei publice este asigurarea, de către stat, că necesitățile de finanțare și obligațiile de plată sunt îndeplinite la cel mai mic cost posibil pe parcursul termenului mediu și lung, în concordanță cu un grad prudent de risc, fiind astfel asigurată sustenabilitatea datoriei publice. Un management prudent al riscului, menit să evite volume și structuri periculoase ale datoriei (inclusiv finanțarea monetară a datoriei guvernamentale), precum și să asigure un nivel sustenabil al datoriei publice, este crucial, având în vedere consecințele macroeconomice severe ale situației de incapacitate de plată a statului. Astfel, la emiterea VMS, în scopul finanțării deficitului bugetar, statul trebuie să minimizeze costurile aferente serviciului datoriei, precum și să evalueze și să monitorizeze riscurile aferente acestora. Țările dezvoltate, care dispun, de obicei, de piețe VMS profunde și lichide, adesea se concentrează, în primul rând, pe riscul de piață, iar țările emergente (inclusiv R. Moldova), care dispun de piețe VMS mai puțin dezvoltate, ar trebui să prioritizeze riscul de refinanțare. Totodată, riscul de refinanțare este riscul cu cel mai mare impact, în caz de materializare, motiv pentru care acesta este analizat mai detaliat în cercetarea dată. În vederea asigurării unei gestiuni eficiente și prudente a riscului respectiv, statul poate întreprinde o serie de măsuri, și anume:

- planificarea profilului de răscumpărare a datoriilor, prin emiterea VMS de tip benchmark;
- aplicarea operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și switch);
- diversificarea surselor de finanțare pe piața VMS, prin diversificarea gamei de investitori.

În toate statele lumii, VMS, pe lângă asigurarea necesităților de finanțare a economiei, au devenit un *instrument important de investiții*, acestea fiind profitabile și sigure, având în vedere



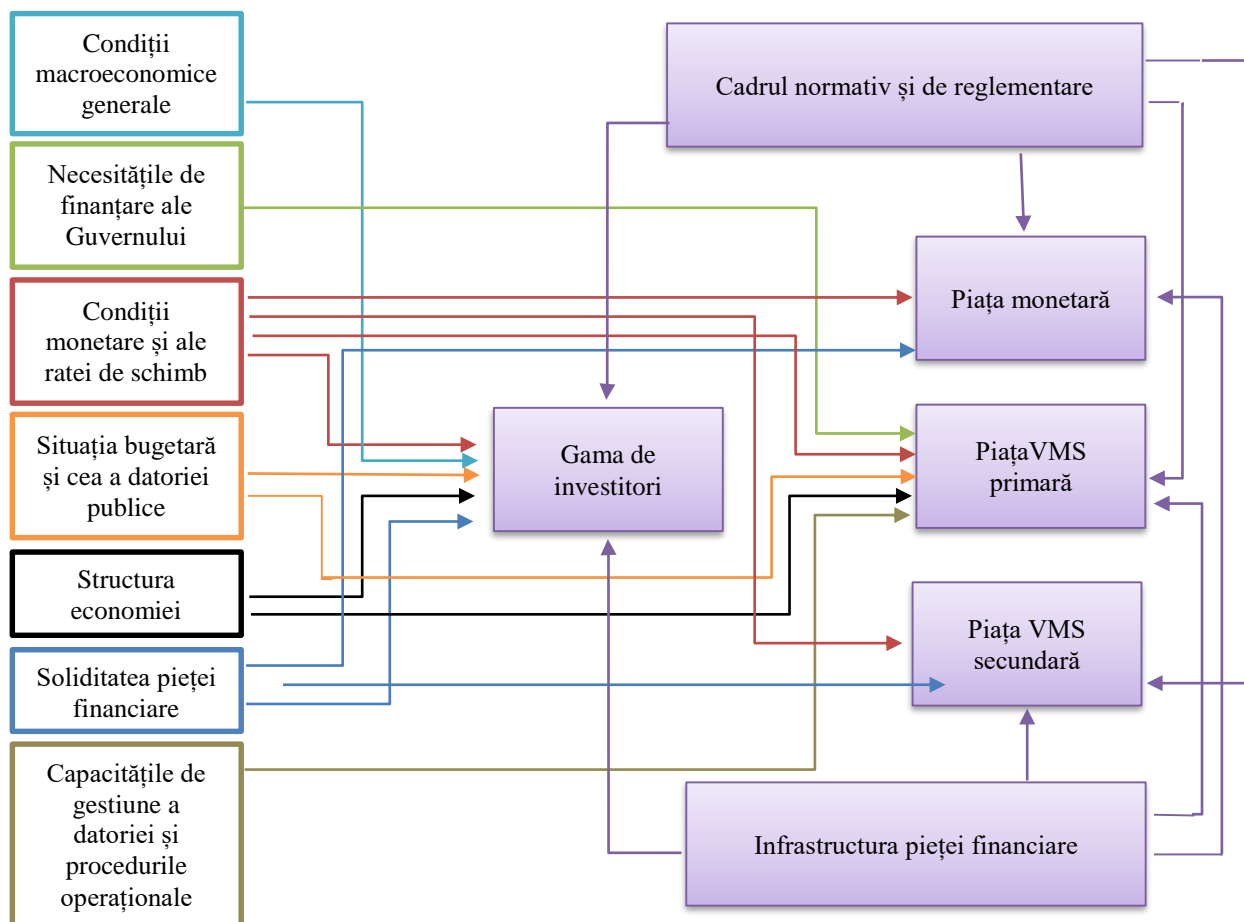
garantarea integrală a acestora de către stat. De-a lungul timpului și până în prezent, VMS au ajuns să ofere: *alternative viabile de economisire și investire* pentru populație și agenți economici; *oportunități de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale* pentru companii; *posibilități de utilizare în calitate de garanție financiară*, în scopul asigurării tranzacțiilor financiare; *posibilități de utilizare ca instrument de referință* pentru stabilirea prețurilor altor instrumente de datorie. În același timp, o altă direcție de utilizare a VMS se atestă în cazul băncilor centrale, vânzările și cumpărările de VMS fiind utilizate de către acestea în calitate de *operațiuni de piață monetară*, destinate absorbției și/sau injectării de lichidități în sistemul bancar [30, 31]. Astfel, VMS au ajuns să fie printre cele mai răspândite instrumente financiare și de investiții, cele pe termen scurt (numite și bonuri/bilete de trezorerie) fiind tranzacționate pe piața monetară, iar cele pe termen lung (numite și obligațiuni de stat/suverane) – pe piața de capital [5].

Indiferent de tipul instrumentului financiar, deciziile investitorilor sunt determinate de o serie de aspecte, printre care: aspecte ale pieței, potențialul câștigurilor ce se așteaptă a fi obținute, mediul economic, politic și juridic al fiecărei economii etc. Totodată, activitatea de investiții se soldează cu succes atunci când are loc cumularea unei serii de factori, precum: voință, energie, informație, timp și resurse financiare [15]. În acest sens, o politică eficientă în domeniul investițiilor servește investitorilor drept o asigurare solidă, conform căreia aceștia pot să opereze, să activeze și să investească într-o manieră deschisă, în mod corespunzător, într-un mediu de afaceri suficient reglementat, motiv din care, atragerea investițiilor trebuie să fie unul dintre principalele obiective ale unui stat [16]. În aceste condiții, statele sunt în permanență în procesul de elaborare și de implementare a diverselor măsuri și strategii, ce au drept scop asigurarea și creșterea atractivității VMS, în calitate de mijloc de investire. Această acțiune, la rândul său, va conduce la diversificarea gamei de investitori (ultima reprezentând elementul de bază în vederea realizării scopului cercetării date), inclusiv prin atragerea investitorilor străini pe piața internă a VMS.

Elementele unei piețe interne a VMS sunt: statul, în calitate de emitent, investitorii (retail și instituționali), intermediarii (dealerii primari, sistemele de depozitare, clearing și decontare etc.), instrumentele financiare emise și plasate pe piață, regulatorul și cadrul normativ de reglementare.

Dat fiind importanța VMS în calitate de sursă de finanțare a statului și de instrument de investiții, o atenție sporită, în special în ultimele două decade, s-a acordat, prin diverse cercetări și analize în domeniu, *dezvoltării pieței VMS*, întrucât o piață VMS internă dezvoltată poate contribui la: diversificarea surselor de finanțare ale statului; protejarea portofoliilor de emisiuni de anumite neconcordanțe valutare și ale scadențelor; prevenirea sau ameliorarea crizelor financiare de pe piețele emergente. Funcționarea armonioasă a piețelor interne a VMS susține, într-o mare măsură, guvernele să-și realizeze și implementeze inițiativele politice; contribuie la o conectare mai potrivită a investitorilor cu oportunitățile de investiții existente, aceasta fiind bazată pe preferințele de rentabilitate și de gestiune a riscurilor; facilitează finanțarea proiectelor de infrastructură; precum și reduce dependența de împrumuturile în valută și finanțarea bancară. Dezvoltarea unor piețe interne ale VMS eficiente este vitală, în special pentru statele în curs de dezvoltare, întrucât acestea asigură o utilizare eficientă a capitalului limitat pentru investiții productive și promovează crearea locurilor de muncă și, respectiv, prosperitatea.

În aceste condiții, întru asigurarea unui cadru de diagnostic al nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, precum și întru înaintarea unor eventuale recomandări și măsuri de dezvoltare a acesteia, prin efortul comun al BM, FMI, BERD și OCDE, a fost elaborat un ghid metodologic. Metodologia dată prevede condițiile necesare dezvoltării unei piețe a VMS, precum și elementele componente indispensabile acestei dezvoltări (figura 1). Starea condițiilor reflectate în figura 1 influențează direcția de dezvoltare a pieței VMS interne, în special evoluția și dezvoltarea a patru din cele șase componente ale pieței VMS interne (piața monetară, piața primară, piața secundară și gama de investitori). Evaluarea propriu-zisă a nivelului de dezvoltare a pieței VMS interne se efectuează în baza unui set de indicatori specifici celor șase componente ale pieței VMS, aceștia reprezentând funcționalitățile de bază ale fiecărei componente. Fiecare indicator se bazează pe întrebări, majoritatea răspunsurilor fiind notate cu „1” punct pentru „da” și „0” puncte pentru „nu”.

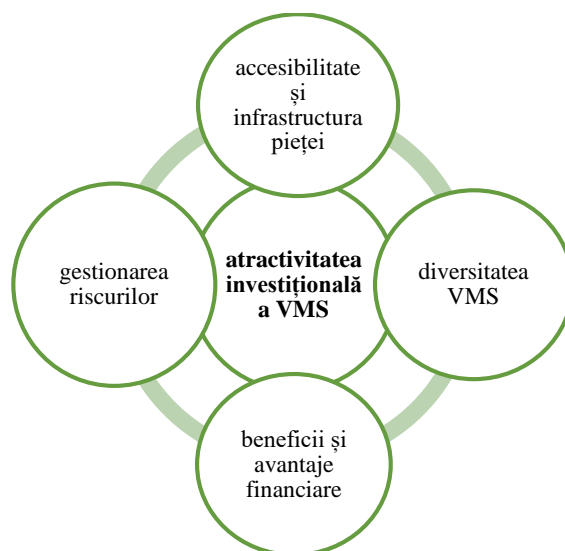


**Figura 1. Condiții necesare dezvoltării pieței interne a VMS și componentele de bază ale acesteia**  
Sursa: [7]

În dependență de punctajul obținut, pieței interne a VMS îi poate fi atribuit unul dintre următoarele niveluri de dezvoltare:

- nivelul 1 (piață incipientă) – denotă o lipsă a funcționalității pieței;
- nivelul 2 (piață în curs de dezvoltare) – piața prezintă anumite funcționalități, cu existența unor lacune semnificative în procesul de activitate și funcționare;
- nivelul 3 (piață emergentă) – elementele de bază ale funcționalității pieței sunt stabilite;
- nivelul 4 (piață matură) – piața prezintă un grad înalt de funcționalitate. Acest nivel corespunde funcționalităților piețelor interne a VMS aferente economiilor avansate [7].

Ca rezultat al cercetării efectuate, s-a constatat că, până la momentul actual, VMS au fost studiate și cercetate, în mare parte, prin prisma dezvoltării pieței acestor tipuri de instrumente financiare și mai puțin din perspectiva atractivității investiționale a acestora. Ca concept și metode de măsurare, atractivitatea investițională a fost, în mare parte, studiată din perspectiva unei țări, regiuni, industriei sau companii (în calitate de obiect de investire). În acest context, având în vedere abordările conceptului de atractivitate investițională propuse de către Mișkin F.I., Kibirova A., Semina A., Hîncu R., Gumovschi A., Suhovici A., *autorul tezei formulează* punctul său de vedere cu privire la atractivitatea investițională a VMS, conform căruia, aceasta reprezintă *totalitatea factorilor și condițiilor de ordin organizatoric, financiar și legislativ, ce determină investitorul, în baza unor anumite raționamente, să-și plaseze disponibilitățile financiare și economiile în VMS.* Acești factori, condiții și raționamente pot fi grupați, în opinia autorului tezei, în următoarele *elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS* (figura 2). Reieșind din elementele determinante ale atractivității investiționale, prezentate în figura 2, și având în vedere cercetările realizate la subiectul dezvoltării pieței VMS, nivelul atractivității investiționale a VMS emise de către un stat și nivelul de dezvoltare a pieței VMS din statul respectiv sunt, în opinia autorului tezei, interdependente.



**Figura 2. Elementele determinante ale atractivității investiționale a VMS**

Sursa: elaborată de autor

Pe de o parte, o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale, siguranța investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare sau gestiune a riscurilor, iar pe de altă parte, intenția autorităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise, prin adaptarea politicilor și strategiilor de emisie, corespunzător preferințelor investitorilor (diversificarea produselor oferite pe piață, modernizarea mecanismelor și procedurilor de emisie și plasare a VMS etc.), contribuie la dezvoltarea pieței, precum și la diversificarea gamei de investitori pe piață, aceasta din urmă constituind, la rândul său, unul dintre elementele componente ale unei piețe VMS dezvoltate.

Ca rezultat al analizei situației R. Moldova la subiectul de cercetare, se remarcă faptul că principalii investitori pe piața VMS autohtonă sunt băncile, fapt ce se explică prin specificul pieței financiare interne, care este puternic concentrată pe sectorul bancar. Existența pe piața VMS a unei singure categorii de investitori, cu același apetit de risc, creează o dependență puternică a emitentului, în cazul dat a Guvernului R. Moldova, de preferințele investiționale, precum și de doleanțele acestora cu referință la rata dobânzii. Respectiv, pot apărea riscuri ca statul să-și asigure necesarul de finanțare la costuri înalte, neavând la dispoziție alte surse de finanțare și alte categorii de investitori dispuși să investească pe piața VMS. Alți investitori instituționali pe piața VMS a R. Moldova sunt companiile de asigurări, însă investițiile acestora sunt cu mult mai modeste comparativ cu sectorul bancar, iar ce ține de investitorii străini și cei retail, prezența acestora pe piața internă a VMS este una modestă sau practic nulă. Prin urmare, autorul tezei conchide că este imperios necesară creșterea atractivității VMS emise pe piața internă a R. Moldova, *în scopul atragerii investitorilor și diversificării gamei acestora pe piață*, ceea ce ar contribui, în mod substanțial, la asigurarea unei cereri solide pe piață, la reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, la asigurarea dezvoltării pieței VMS, precum și la creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat.

În acest context, **problema științifică importantă de soluționat** constă în identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, în scopul asigurării finanțării economiei R. Moldova, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne. Soluționarea problemei științifice enunțate și realizarea obiectivelor stabilite impun formularea următoarei **ipoteze cauzale de cercetare**: *creșterea atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante (accesibilitatea și infrastructura pieței VMS; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare ale VMS; gestionarea riscurilor investiționale)*, identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse necesare *finanțării economiei naționale*.

**Capitolul 2 - „Practici naționale și internaționale de finanțare a economiilor prin intermediul valorilor mobiliare de stat și cercetarea atractivității acestora”** - reflectă anumite tendințe în R. Moldova și în diverse state ale lumii (cum ar fi: Brazilia, Canada, România, Turcia

și Ungaria, analizate pe întreg parcursul tezei date), privind finanțarea economiei prin intermediul VMS, precum și particularitățile atractivității investiționale ale acestora. Apel la practicile internaționale s-a făcut în scopul identificării celor mai bune practici și a oportunităților de preluare și implementare a acestora în R. Moldova. De asemenea, în capitolul dat este efectuată o evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a valorilor mobiliare de stat din R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE.

Pe dimensiunea finanțării economiei prin intermediul VMS, se remarcă faptul că, deși *VMS emise pe piața primară* din R. Moldova în anul 2022 au constituit tocmai 26 288,1 mil. lei, cu mult mai mult decât în anii precedenți (tabelul 1), finanțarea netă a deficitului bugetar a înregistrat o valoare negativă de 143,4 mil. lei, ceea ce presupune că în anul 2022, din contul emisiunilor de VMS pe piața primară, nu s-au îndreptat mijloace financiare pentru acoperirea deficitului bugetar al R. Moldova. Ba din contra, din bugetul de stat s-au alocat circa 143,4 mil. lei pentru răscumpărarea VMS ajunse la scadență. Acest fapt se explică prin volumul semnificativ de bonuri de trezorerie emise în perioada anilor 2020 și 2021 și, respectiv, a refinanțării acestora. Totodată, se remarcă faptul că, deși din contul emisiunilor de VMS nu au fost îndreptate resurse pentru acoperirea deficitului bugetar, volumul acestor emisiuni a înregistrat o valoare record pentru perioada analizată (anul 2022), aceasta fiind cu 16 387,9 mil. lei mai mare în raport cu emisiunile aferente anului 2017. Această situație determină autorul tezei să constate că majorarea volumului emisiunilor de VMS pe piața primară nu conduce, în mod neapărat, la creșterea volumului de finanțare necesar statului, acest fapt determinând autorul să focalizeze ipoteza de cercetare pe *atractivitatea investițională a VMS*, sporirea căreia ar contribui la majorarea necesarului de finanțare a economiei.

**Tabelul 1. Evoluția emiterilor, răscumpărărilor și costurilor aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022**

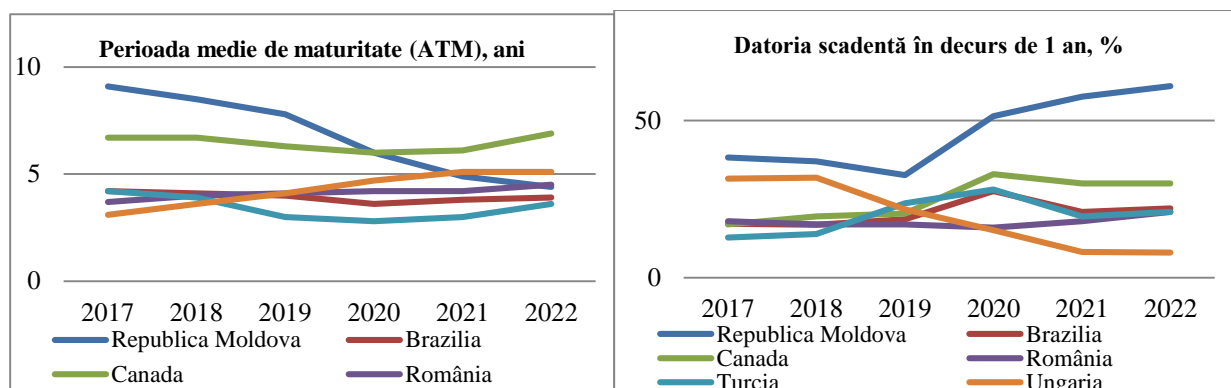
Nr.	Indicatori	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1.	VMS emise, mil. lei	9 900,2	9 779,4	9 327,1	18 064,1	25 262,8	26 288,1
2.	VMS răscumpărate, mil. lei	8 791,3	9 089,4	8 987,5	12 073,9	21 045,7	27 028,5
3.	Finanțarea netă a deficitului BS din contul VMS, mil. lei	600,0	600,0	685,1	6 070,3	3 981,5	-143,4
4.	Serviciul VMS, mil. lei	788,8	428,0	410,6	567,8	807,0	1 381,5
	Ca pondere în venituri bugetare (cu excepția granturilor), %	2,4	1,2	1,1	1,5	1,7	2,5
5.	Ponderea serviciului datoriei de stat interne în venituri bugetare (cu excepția granturilor), %	4,6	3,1	3,0	3,4	3,2	4,8
6.	Parametrii de sustenabilitate a datoriei de stat, %	≤15%	≤15%	≤10%	≤10%	≤10%	≤8%

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [23]

Reieșind din datele tabelului 1, se constată că, drept rezultat al majorării volumului emisiunilor de VMS, cheltuielile aferente *serviciului VMS*, în anul 2022, au constituit 1 381,5 mil. lei sau 2,5% din veniturile bugetare (cu excepția granturilor). Comparativ cu anul 2021, în anul 2022 plata dobânzilor și a cupoanelor la *VMS emise pe piața primară* înregistrează valori cu 574,5 mil. lei mai mari față de anul 2021, precum și reprezintă, practic, o creștere triplă comparativ cu valorile înregistrate în anii 2018 și 2019. Majorarea serviciului VMS a fost generată, în mare parte, de creșterea volumului de emisiuni în perioada dată. În acest context, având în vedere că serviciul VMS reprezintă un reper important în stabilirea parametrilor de sustenabilitate a datoriei de stat a R. Moldova, deși ponderea serviciului datoriei de stat interne (4,8%) s-a încadrat în parametrii de sustenabilitate stabiliți pentru anul 2022 (până la 8%), se menționează că *majorarea serviciului VMS emise pe piața primară afectează, într-o anumită măsură, sustenabilitatea datoriei de stat*.

În contextul evenimentelor ce au afectat întreaga lume în perioada analizată, cererile crescânde de finanțare din partea statului și nivelurile în continuă creștere a datoriei sectorului public, au generat necesități mai mari de *refinanțare*. Conform datelor statistice aferente *indicatorilor riscului de refinanțare* a R. Moldova (figura 3), se constată că, dacă în anul 2017,

perioada medie de maturitate (ATM) a datoriei de stat interne a R. Moldova a constituit 9,1 ani, atunci, către anul 2021 și 2022, aceasta s-a redus la 4,9 și, respectiv, la 4,4 ani.



**Figura 3. Dinamica indicatorilor riscului de refinanțare**

**a datoriei de stat interne a R. Moldova și a statelor analizate, în perioada 2017-2022**

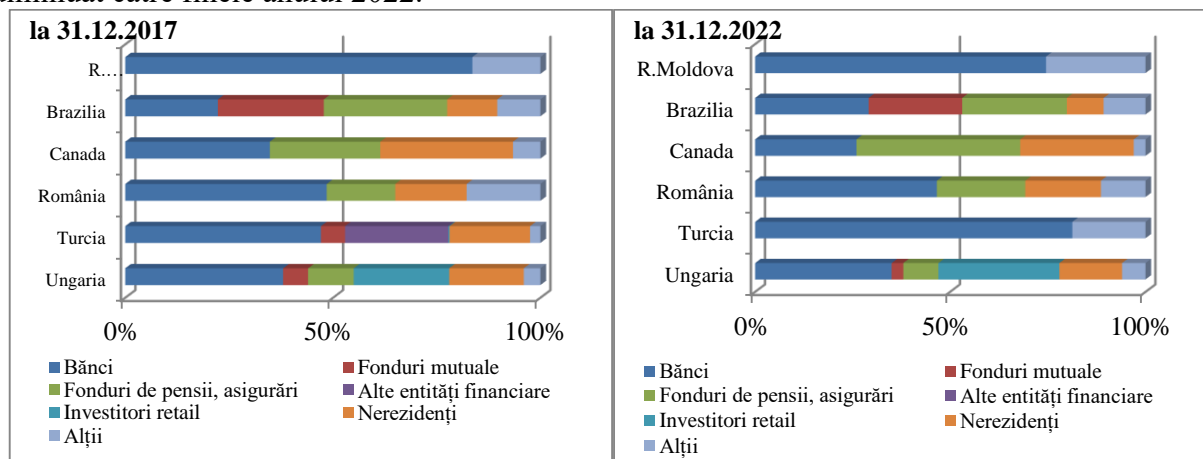
Sursa: elaborată de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

În același timp, spre deosebire de perioada anilor 2017-2019, când ponderea *datoriei scadente în decurs de 1 an* constituia circa o treime din totalul datoriei de stat interne, în anii 2021 și 2022, aceasta a ajuns să constituie mai mult de jumătate din totalul datoriei de stat interne (57,6% în 2021 și 61,0% în 2022). În acest context, se constată că R. Moldova înregistrează o *amplificare a riscurilor de refinanțare*. Creșterea datoriei de stat interne scadente în decurs de 1 an, pe lângă majorarea ponderii bonurilor de trezorerie în circulație, este cauzată și de reemisiunea VMS convertite, aflate în portofoliul Băncii Naționale a Moldovei (BNM), acestea având o maturitate de până la un an. În același timp, cauzele principale ale diminuării perioadei de maturitate a datoriei de stat interne sunt: majorarea ponderii bonurilor de trezorerie cu maturitatea de 364 zile în totalul datoriei de stat interne, dar și răscumpărarea de către Ministerul Finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat.

O situație similară cu cea a R. Moldova, de creștere a riscurilor de refinanțare, se atestă în cazul Braziliei, Canadei și Turciei, unde acoperirea necesităților de finanțare din contul emisiunilor de VMS pe termen scurt a generat diminuarea, în perioada 2018-2020, a *perioadei medii de maturitate (ATM)* a stocului datoriei de stat interne și, respectiv, a creșterii ponderii *datoriei scadente în decurs de 1 an* în totalul datoriei de stat interne, către finele anului 2020, aceasta atingând circa 30%. Ulterior, către finele anului 2022, o dată cu normalizarea activității economice și revenirea la emisiuni moderate de VMS pe termen scurt, *riscul de refinanțare* al acestor state s-a redus comparativ cu perioada anului 2020.

În condițiile în care unul dintre instrumentele de prevenire a riscului de refinanțare este *diversificarea surselor de finanțare a statului pe piața VMS (prin diversificarea gamei de investitori)*, se menționează faptul că R. Moldova dispune de o gamă de investitori foarte slab diversificată pe piața VMS, aceasta fiind puternic concentrată pe bănci, care dețineau circa 92,6% din volumul de VMS aflate în circulație la finele anului 2022 (figura 4), această tendință menținându-se din anul 2017. O situație similară de concentrare a gamei de investitori pe piața VMS locală se atestă în cazul Turciei, sectorului bancar revenindu-i 81,6% din VMS aflate în circulație. Celelalte state analizate dispun de o *gamă de investitori mai variată și diversă*. Astfel, cote semnificative pe piața internă a VMS din Brazilia, Canada și România revin fondurilor de pensii și companiilor de asigurări (26,8%, 42% și, respectiv, 22,7%). De asemenea, după cum s-a menționat anterior, dețineri importante de VMS se înregistrează la categoria investitorilor retail pe piața internă a VMS din Ungaria (23%). Analizând în dinamică structura gamei de investitori a statelor prenotate, prezentată în figura 4, se constată că, în majoritatea acestora, deținerile de VMS ale băncilor s-au majorat, acest fapt datorându-se necesităților mari de finanțare a economiilor celor 5 state analizate, ce s-au accentuat în perioada anilor 2020-2022, în condițiile în care băncile sunt principala categorie de investitori ce satisface oferta VMS pe termen scurt. De asemenea, în contextul incertitudinilor conturate la nivel internațional, date fiind consecințele generate de

pandemia Covid-19, se observă că, în cazul tuturor statelor, ponderea investitorilor străini s-a diminuat către finele anului 2022.



**Figura 4. Structura gamei de investitori pe piața internă a VMS a R. Moldova și a statelor analizate, în anii 2017 și 2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

Pentru o mai bună înțelegere a comportamentului investitorilor pe piața VMS locală, autorul tezei a cercetat practicile naționale și internaționale privind atractivitatea investițională a VMS, reflectarea acestora în continuare efectuându-se în baza elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS, identificate de autor, și anume: *accesibilitatea și infrastructura pieței; diversitatea VMS; avantajele și beneficiile financiare; gestionarea riscurilor.*

**Accesibilitatea și infrastructura pieței.** Evoluțiile piețelor VMS interne, preferințele investitorilor, inclusiv volumul necesităților de finanțare a economiei, de regulă, determină statele să-și adapteze strategiile de emisie a VMS, *metodele de plasare și vânzare* a produselor fiind un element important al acestora. Plasarea și distribuirea VMS pe piața primară a R. Moldova, la fel ca și în cazul statelor analizate în prezenta cercetare, se realizează prin intermediul licitațiilor (tabelul 2).

**Tabelul 2. Metode de plasare a VMS pe piața VMS internă a R. Moldova și a statelor analizate**

Nr.	State	Vânzări retail ale VMS	Dealeri primari
1.	R.Moldova	- 1 program în proces de conceptualizare.	- bănci comerciale.
2.	Brazilia	- Programul „Tesouro Direto”.	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții; - entități străine.
3.	Canada	- Programul „Canada Savings Bonds”; - Programul „Canada Premium Bonds”.	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții.
4.	România	- Programul „Tezaur”; - Programul „Fidelis”.	- instituții de credit (bănci); - societăți de servicii de investiții financiare rezidente și nerezidente (autorizate în state membre UE).
5.	Turcia	- VMS denumite în aur.	- bănci comerciale.
6.	Ungaria	- 7 linii/programe de VMS destinate populației	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

În scopul diversificării surselor de finanțare prin atragerea investitorilor retail, majoritatea statelor analizate în prezenta cercetare au implementat *programe de vânzări retail ale VMS*, acestea sporind accesibilitatea și atractivitatea VMS (tabelul 2). În cazul R. Moldova, în vederea diversificării investitorilor și facilitării accesibilității și infrastructurii pieței VMS interne, și sporirii educației financiare, autoritățile au inițiat conceptualizarea unui program de tranzacționare directă a VMS către populație, la momentul actual fiind în proces de pregătire a cadrului normativ și a soluțiilor tehnice și informaționale în acest sens. Astfel, la 22 septembrie 2021, prin HG nr.192, a fost aprobat Conceptul Programului de vânzare directă a VMS persoanelor fizice din Republica Moldova, care conține prevederi aferente procesului de tranzacționare ce urmează a fi aplicat. La situația de la începutul anului 2021, cota VMS deținută de investitorii retail, în total VMS aflate

în circulație pe piața internă, era de 0,9%. Lansarea unui program de tranzacționare directă a VMS va facilita accesul acestei categorii de investitori pe piață, întrucât unul dintre impedimentele majore în participarea activă a acestora pe piața VMS era nivelul taxelor și comisioanelor aplicate de dealerii primari, precum și stabilirea de către aceștia a unui volum minim de VMS pentru achiziționare. În rezultatul creșterii accesibilității pieței VMS prin intermediul unui astfel de program, pe lângă creșterea ponderii respectivei categorii de investitori pe piața VMS internă, aceasta va contribui la diversificarea surselor de economisire a populației (la momentul actual acestea fiind constituite preponderent din depozite bancare), precum și la creșterea nivelului de educație financiară a populației. De asemenea, VMS emise de cele cinci state analizate sunt active tranzacționate pe piața secundară atât în cadrul piețelor reglementate (la bursele de valori ale statelor vizate), cât și în afara lor, ceea ce oferă o accesibilitate mai mare investitorilor la produsele respective.

O altă metodă de atragere a investitorilor, în special a celor străini, pe piața locală a VMS și facilitarea accesului acestora, implementată de majoritatea statelor analizate, a constat în *stabilirea unei interconexiuni dintre depozitarul local și un depozitar internațional*, cum ar fi Euroclear (Turcia și România) și Clearstream (Canada, Ungaria și România).

**Diversitatea VMS.** Din perspectiva diversității VMS oferite spre plasare pe piața internă, se constată că, în raport cu celelalte state analizate, R. Moldova oferă o gamă relativ modestă de VMS investitorilor, acestea rezumându-se la VMS de tip tradițional - cu rată fixă și flotantă a dobânzii și cu cupon zero (tabelul 3). De asemenea, în perioada anilor 2017-2021, autoritățile R. Moldova au introdus 2 linii noi de VMS cu scadența de 5 ani (în anul 2018) și cu scadența de 7 ani (în anul 2021), acestea nefiind însă emise cu regularitate.

Cercetând practica internațională, se constată că pe lângă VMS de tip tradițional (cu rată fixă și flotantă a dobânzii), statele analizate oferă pe piața internă VMS indexate la rata inflației, precum și VMS de tip savings (de economisire, destinate în special populației). Scadențele VMS propuse sunt din cele mai variate: de la termen scurt (până la 1 an), până la cele ultra-lungi (30-50 ani) în cazul Braziliei, Canadei și Ungariei (tabelul 3).

**Tabelul 3. VMS tranzacționate pe piața internă a R. Moldova și a statelor analizate**

Nr.	State	Tipuri de VMS	Tipuri de scadențe
1.	Republica Moldova	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - cu cupon zero.	- termen scurt – 3, 6, 12 luni; - termen mediu și lung – 2, 3, 5, 7 ani.
2.	Brazilia	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - cu cupon zero; - indexate la rata inflației; - retail/savings bonds.	- termen scurt – 6, 12, 24 și 36 luni; - termen mediu, lung și ultra-lung – 3, 5, 10, 20, 30 și 40 ani.
3.	Canada	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - indexate la rata inflației; - retail/savings bonds; - green bonds.	- termen scurt – 6, 12, 24 și 36 luni; - termen mediu, lung și ultra-lung – 3, 5, 10, 20, 30 și 50 ani.
4.	România	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - savings bonds.	- termen scurt – 6, 12 luni; - termen mediu și lung – 2, 3, 4, 5, 7, 8, 10 și 15 ani.
5.	Turcia	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - cu cupon zero; - indexate (la rata inflației și la veniturile entităților cu capital de stat); - de tip „sukuk”; - retail/savings bonds, inclusiv VMS denumite în aur (gold bonds).	- termen scurt – 6, 12 luni; - termen mediu și lung – 2, 3, 4, 5, 7, 8, 10 și 15 ani.
6.	Ungaria	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - indexate la rata inflației; - emise în valută străină (euro) pe piața internă; - retail/savings bonds (inclusiv baby bonds); - green bonds.	- termen scurt – 3, 6, 12 luni; - termen mediu și lung – 2, 3, 4, 5, 7, 10, 15, 19, 20 și 30 ani.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

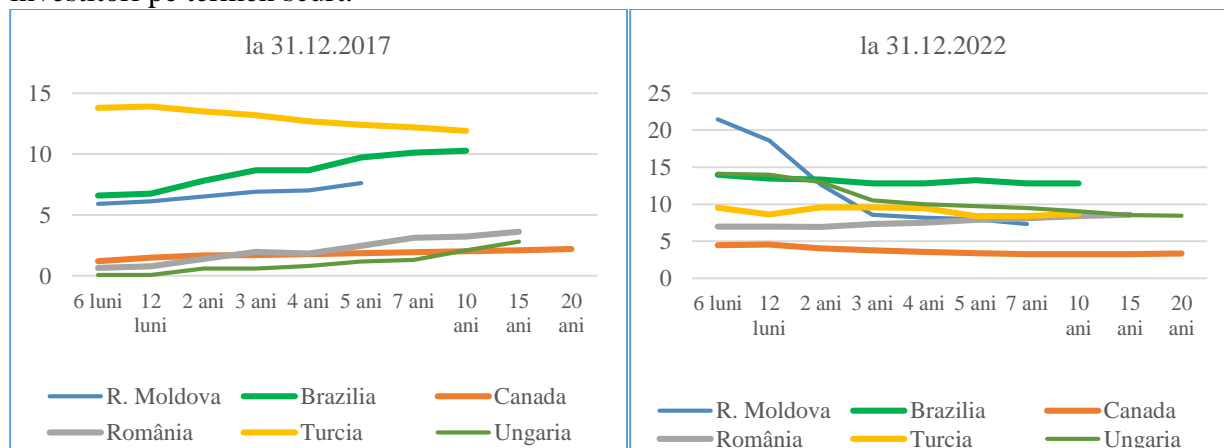
Având în vedere cele prezentate în tabelul 3, se observă că, pe lângă VMS de tip tradițional (cu rată fixă și flotantă a dobânzii), în majoritatea statelor analizate se emit VMS indexate la rata inflației, acestea reprezentând un mijloc perfect de protejare a investiției împotriva riscului inflației.



Este de remarcat că lansarea acestor tipuri de VMS în diverse state s-a efectuat în circumstanțe diverse ale inflației: în unele state – în perioade în care nivelul inflației era ridicat (Marea Britanie și Israel), iar în altele – nivelul inflației era redus (Germania și Japonia). Potrivit Băncii Centrale Europene, indiferent de circumstanțele în care VMS indexate au fost lansate pe piețele interne, creșterea semnificativă a volumului acestora în circulație din ultima decadă se explică prin existența unui mediu de inflație redusă, tendință ce s-a atestat în multe state în perioada de până la criza generată de pandemia Covid-19. Astfel, un argument în favoarea creșterii volumelor acestor tipuri de VMS este credibilitatea față de băncile centrale în procesul de asigurare a stabilității prețurilor în țările respective.

**Beneficiile și avantajele financiare.** Analizând randamentele financiare ale VMS emise pe piața internă a R. Moldova, se remarcă faptul că, dacă în anul 2017 curba randamentelor avea un trend ascendent, atunci în anul 2022 aceasta se caracterizează printr-o evoluție descendentă (figura 5), fapt ce denotă că randamentele pe termen scurt sunt mai înalte în raport cu cele pe termen lung. Respectiv, la situația din 31 decembrie 2020 preferințele investitorilor erau orientate spre VMS cu scadență mai mică, iar pentru VMS cu scadențe mai lungi se aștepta o diminuare a ratei dobânzii. Această situație se explică prin faptul că anul 2020 a fost marcat de criza generată de pandemia Covid-19, care a afectat întreaga economie a R. Moldova și a statelor din întreaga lume, iar anul 2022 a fost marcat de o rată înaltă a inflației.

Cu referire la evoluția curbei randamentelor la VMS emise pe piața internă a statelor analizate în teza dată, se menționează faptul că România, la finele anilor 2017 și 2022, înregistrează o curbă ascendentă, ceea ce denotă că randamentele ce urmează a fi obținute de investitori pe termen lung sunt mai mari comparativ cu cele pe termen scurt. Pe de altă parte, Turcia, în ambele perioade analizate, înregistrează o curbă descendentă a randamentelor, ceea ce semnifică faptul că randamentele pe termen scurt sunt mai mari comparativ cu cele pe termen lung. Această situație se explică prin faptul că Turcia a înregistrat în perioada analizată o depreciere semnificativă a monedei naționale, acest lucru determinând randamentele mai înalte, solicitate de investitori pe termen scurt.



**Figura 5. Curba randamentelor la VMS emise pe piața internă a R. Moldova și a statelor analizate, pentru anul 2017 și 2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

Randamente relativ constante, cu un ușor trend descendent, atât în anul 2017, cât și în anul 2022, se atestă în cazul Braziliei, ceea ce presupune faptul că la VMS pe termen scurt, randamentele sunt mai mari, iar pe termen lung, se așteaptă o ușoară depreciere a acestora cu menținerea unui trend constant al nivelului de randament.

Suplimentar celor expuse, se remarcă faptul că R. Moldova, începând cu anul 2021, a introdus impozitul pe venit pentru dobânzile primite de către investitori, pentru deținerile de VMS. În statele analizate se atestă o situație distinctă: în condițiile unor necesități de finanțare mai ridicate, ca rezultat al consecințelor generate de pandemia Covid-19, unele țări, în scopul creșterii atractivității VMS emise pe piața internă și asigurării necesarului de



finanțare, au efectuat amendamente legislative în vederea scutirii de plata impozitului pe venit a dobânzii aferente deținerilor de VMS (tabelul 4).

**Tabelul 4. Regimul fiscal aferent VMS emise pe piața R. Moldova și a statelor analizate**

Nr.	State	Regimul fiscal
1.	Republica Moldova	- se supun impozitării veniturile din dobânzile aferente deținerilor de VMS (cota de impozitare - 12%), începând cu ianuarie 2021; - veniturile obținute ca rezultat al tranzacționării VMS pe piața secundară se impozitează în cazul apariției creșterii de capital.
2.	Brazilia	- veniturile din dobânzi aferente VMS (între 0 și 27,5% pentru venituri cuprinse între circa 3900 USD și mai mult de 9900 USD); - veniturile din tranzacționarea VMS pe piața secundară (15-30% la valori între 185 mii USD și 3,7 mil. USD). Începând cu anul 2023, de scutiri de plata impozitului pe venit vor beneficia investitorii străini.
3.	Canada	- veniturile din dobânzile aferente deținerilor de VMS; - veniturile din tranzacționarea VMS. Impozitării se supun doar deținerile de VMS ale rezidenților Canadei, nerezidenții sunt scutiți de la plata impozitului pe venit.
4.	România	- scutite de plata impozitului pe venit.
5.	Turcia	- veniturile din dobânzi aferente VMS se impozitează cu cota de 10%, cu excepția VMS denumite în aur, care nu se impozitează; - veniturile obținute ca rezultat al tranzacționării VMS pe piața secundară (la bursă) nu se impozitează; - toate veniturile aferente VMS au fost scutite de plata impozitului pe venit, pentru perioada decembrie 2021 - decembrie 2022.
6.	Ungaria	- se supun impozitării veniturile din dobânzile aferente VMS (15%). Începând cu iunie 2019, au fost introduse scutiri de la plata impozitelor pe venituri generate de dobânzi aferente deținerilor de VMS pentru investitorii retail.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

Astfel, scutiri de impozite, în scopul creșterii atractivității VMS, au fost aplicate de Ungaria – în cazul investitorilor retail, de Turcia – pentru toate tipurile de VMS, pentru perioada decembrie 2021-decembrie 2022, urmând a fi aplicate și de Brazilia – în privința investitorilor străini, începând cu ianuarie 2023. Aplicarea acestor scutiri selective de la plata impozitului pe venit, cu referire la deținerile de VMS, au avut un impact simțitor în Ungaria, unde deținerile de VMS de către investitorii retail au crescut semnificativ. De asemenea, este de remarcat că România este unica țară, din cele studiate, în care mijloacele financiare obținute din deținerile de VMS sunt scutite de impozit, pentru toate categoriile de investitori.

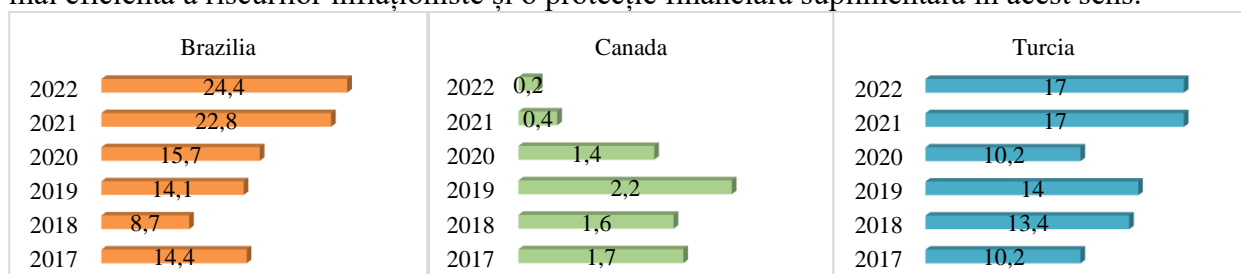
**Gestionarea riscurilor.** Oportunitățile de gestiune eficientă a riscurilor aferente investițiilor în VMS (riscul de credit, riscul inflației, al ratei dobânzii, de lichiditate, operațional etc.) reprezintă un element important în atragerea investitorilor pe piața VMS.

Cu referire la *riscul de credit*, este de remarcat că, de la instituirea pieței VMS în R. Moldova și până în prezent, Guvernul întotdeauna și-a onorat angajamentele aferente răscumpărării VMS sau de plată a dobânzilor. Potrivit legislației naționale, cheltuielile de deservire a datoriei de stat sunt prioritare și se efectuează în termenele și în condițiile angajamentelor asumate, indiferent de suma aprobată în buget pentru acest scop.

O măsură de gestiune eficientă a *riscurilor investitorilor aferente inflației* este disponibilitatea și accesibilitatea produselor de VMS indexate pe piața locală. Însă, după cum s-a observat în tabelul 3, R. Moldova nu oferă investitorilor astfel de instrumente financiare, spre deosebire de majoritatea celorlalte state analizate (Brazilia, Canada, Turcia și Ungaria), care pun la dispoziția investitorilor astfel de VMS. Mai mult ca atât, analizând datele statistice ale acestor state<sup>1</sup> (figura 6), se constată că țările în curs de dezvoltare (Brazilia și Turcia) înregistrează per general, în perioada analizată, o creștere relativ constantă a ponderii acestor tipuri de VMS în portofoliul de emisiuni ale statului pe piața internă. Acest fapt se datorează creșterii cererii pentru astfel de produse, ca rezultat al evoluțiilor ce au determinat modificări la nivelul inflației în statele respective, investitorii asigurându-și, prin intermediul achiziției acestor tipuri de VMS, o gestiune

<sup>1</sup> Pentru Ungaria nu a fost posibilă reflectarea datelor pe motivul indisponibilității acestora.

mai eficientă a riscurilor inflaționiste și o protecție financiară suplimentară în acest sens.

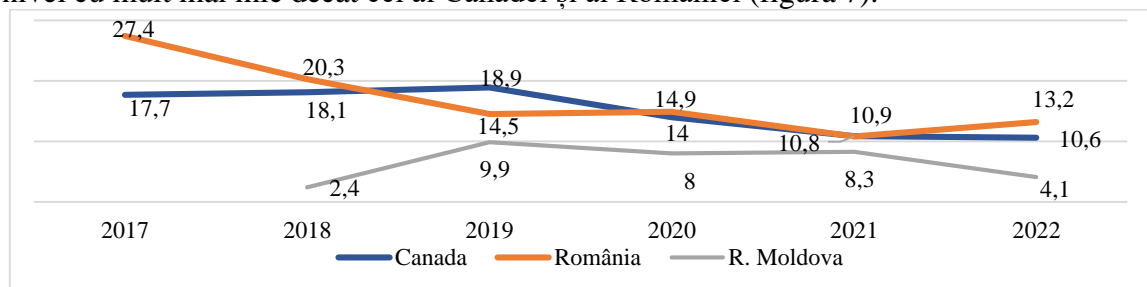


**Figura 6. Ponderea VMS indexate în totalul emisiunilor de VMS pe piața internă a statelor analizate, în perioada anilor 2017-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [24, 25, 26, 27, 28, 29]

Reducerea volumului de VMS indexate în totalul datoriei de stat interne a Canadei se explică prin cererea redusă din partea investitorilor la aceste instrumente financiare.

În partea ce ține de *riscul de lichiditate al pieței secundare a VMS*, se remarcă faptul că gradul de lichiditate al pieței secundare a VMS din R. Moldova (calculat ca raport dintre volumul VMS tranzacționat pe piața secundară a VMS și volumul VMS aflate în circulație) înregistrează un nivel cu mult mai mic decât cel al Canadei și al României (figura 7).



**Figura 7. Evoluția gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS din R. Moldova și din statele analizate, în perioada 2019-2021, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [24, 25, 27]

Totodată, în dinamică indicatorul înregistrează un trend descendent, ceea ce presupune o amplificare a riscurilor de lichiditate ale investitorilor. Diminuarea aferentă anului 2022 față de 2021 se explică prin reducerea (de 2 ori) a volumului de VMS tranzacționat pe piața secundară autohtonă.

Drept concluzie, practica statelor analizate pe cele 4 elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS, precum și creșterea numărului de investitori, și diversificarea acestora, ca rezultat al măsurilor întreprinse de către statele analizate (operarea platformelor de tranzacționare directă a instrumentelor, stabilirea conexiunilor cu alți depozitari străini, lansarea noilor tipuri și scadențe de VMS pe piață, precum și acordarea unor facilități de ordin fiscal cu referire la deținerile de VMS), *confirmă ipoteza de cercetare* stabilită pentru lucrarea dată în ce privește creșterea atractivității investiționale a VMS în baza elementelor determinante ale acesteia.

Având în vedere interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței VMS, autorul tezei și-a propus să determine gradul de dezvoltare a pieței VMS interne din R. Moldova, având la bază metodologia elaborată de BM, FMI, BERD și OCDE. Astfel, în scopul evaluării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, autorul tezei a completat un chestionar de evaluare, răspunsurile la întrebările acestuia fiind stabilite în baza cadrului normativ autohton, ce reglementează cele 6 componente de bază ale pieței VMS interne (piața monetară, piața VMS primară, piața VMS secundară, infrastructura pieței financiare, gama de investitori și cadrul de reglementare), precum și în baza rapoartelor de activitate<sup>2</sup>, elaborate de BNM, Ministerul Finanțelor (MF), Depozitarul Central Unic al valorilor mobiliare (DCU), cu privire la inflație, datoria sectorului public, sisteme de plăți etc. Conform rezultatelor obținute (tabelul 5), gradul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova se situează la nivelul 3,

<sup>2</sup> Evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova s-a efectuat la situația din 31.12.2021, reieșind din disponibilitatea anumitor date.

cea ce presupune un nivel de dezvoltare emergentă. Astfel, conform metodologiei aplicate, nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova se caracterizează prin existența funcționalităților de bază, acestea necesitând a fi dezvoltate în continuare.

**Tabelul 5. Nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Piața monetară	3
2.	Piața primară	3
3.	Piața secundară	2
4.	Gama de investitori	2
5.	Infrastructura pieței financiare	3
6.	Cadrul normativ și de reglementare	3
<b>Piața VMS internă</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor

De asemenea, din datele reflectate în tabelul 5 se atestă că cele mai puțin dezvoltate componente ale pieței VMS din R. Moldova sunt componentele „piața secundară a VMS” și „gama de investitori”. Scorul 2 obținut la componentele prenotate denotă că, deși acestea prezintă anumite funcționalități, le sunt caracteristice unele lacune în procesul de activitate. Astfel, în opinia autorului tezei, piața VMS secundară este slab dezvoltată, în primul rând din cauza gamei nediversificate de investitori. În acest context, diversificarea gamei de investitori pe piața VMS a R. Moldova este imperios necesară, una dintre soluții în acest sens fiind creșterea atractivității VMS.

**Capitolul 3 - „Direcții de sporire a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în vederea finanțării economiei autohtone”** - se axează pe: adaptarea de către autor a metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, aceasta fiind utilizată de autor în scopul determinării nivelului atractivității investiționale a VMS emise pe piața autohtonă; argumentarea, în baza modelelor econometrice elaborate de autorul tezei, a interdependenței dintre creșterea atractivității investiționale a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS emise pe piața internă; identificarea și generalizarea interconexiunilor dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, în baza unui model de relații elaborat de autor; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat, în scopul finanțării economiei R. Moldova.

Urmare a celor expuse mai sus, menționăm că, cercetarea metodelor de evaluare a atractivității investiționale, efectuată în capitolul 1 al tezei, a demonstrat că o metodă unică de evaluare a atractivității investiționale nu există, acestea fiind diverse și având în vedere atât obiectul investiției (companie, regiune geografică sau țară), cât și tehnicile aplicate (bazate pe evaluări ale experților, indicatori financiari, indicatori calitativi și cantitativi etc.), utilizarea cărora fiind determinată de modul de percepere a conceptului de atractivitate investițională și a factorilor de influență a acesteia. În acest context, precum și având în vedere interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței interne a VMS, elucidată în capitolul 1, autorul tezei și-a propus să adapteze metodologia experților internaționali (BM, FMI, BERD, OCDE) de dezvoltare a pieței interne a VMS, în scopul evaluării atractivității investiționale a VMS. Astfel, în procesul de adaptare, *autorul tezei a structurat metodologia pe cele patru elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS identificate de autor*: accesibilitatea și infrastructura pieței (AIP); diversitatea VMS (D); beneficiile și avantajele financiare (BAF); gestionarea riscurilor (R). Fiecare dintre cele patru elemente determinante conțin un set de indicatori specifici acestora. Astfel, indicatorii preselectați de autorul tezei derivă din aspectele cercetate în lucrarea dată (la nivel teoretic și practic) privind VMS, în calitate de instrument financiar, și se bazează pe întrebări a căror opțiune de răspuns este afirmativ sau negativ, cu acordarea punctajului corespunzător (1 punct pentru „da” și 0 puncte pentru „nu”). Totodată, răspunsurile la unele întrebări reflectă atât aspecte legislative, cât și practice, dat fiind faptul că legislația aferentă reglementării emisiunilor și tranzacțiilor, ce au ca obiect VMS, este într-un proces continuu de îmbunătățire și perfecționare, ca rezultat al evoluției pieței, preferințelor

investitorilor, necesităților de finanțare a economiei, iar implementarea acestora durează uneori în timp. Astfel, punctajul pentru fiecare indicator (întrebare) va constitui media aritmetică a punctelor obținute la cele 2 componente - legislație și practică (tabelul 6).

**Tabelul 6. Metodologia de determinare a nivelului atractivității investiționale a VMS**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitatea și Infrastructura pieței (AIP)</b>				
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață.			
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor.			
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice).			
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența conexiunilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale).			
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare, nu doar băncile comerciale.			
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate sau MTF.			
2.3	VMS se emit în formă dematerializată.			
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate, în timp util.			
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				
1.	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii.			
1.2	Indexate.			
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail.			
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds).			
2.	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			
2.1	2-4 ani.			
2.2	5-7 ani.			
2.3	10-15 ani.			
2.4	> 20 ani.			
<b>Beneficiile și Avantajele financiare (BAf)</b>				
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor).			
2.	Statul își onorează obligațiile de plată, față de investitori, aferente VMS procurate de aceștia, în întregime și fără întâzieri.			
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării.			
4.	Veniturile obținute în urma înstrăinării VMS nu se supun impozitării.			
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.); - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.); - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.).			
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației, prin emiterea VMS indexate.			
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch”, în vederea asigurării lichidității pieței.			
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină.			
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIVMS)</b>				

Sursa: elaborat de autor

De asemenea, indicatorii/întrebările aferente elementelor determinante „accesibilitatea și infrastructura pieței” și „diversitatea VMS” sunt grupate fiecare în câte 2 componente (pentru primul element determinant – componentele „accesibilitate”, „infrastructură”, iar pentru al doilea element determinant – „tipuri de VMS” și „tipuri de scadențe”). În cazul dat, punctajul pe fiecare componentă se determină ca suma punctelor obținute pe fiecare indicator în parte, iar punctajul pe fiecare element determinant va constitui media aritmetică a punctelor obținute pe componente.

Punctajul final al AIvms constituie media aritmetică a punctelor obținute pe cele 4 elemente determinante în parte, cu încadrarea respectivului în unul dintre următoarele intervale, care denotă nivelul de atractivitate investițională a VMS: 3 - 4 puncte – atractivitate investițională înaltă a VMS; 2 - 3 puncte – atractivitate investițională medie a VMS; 1 - 2 puncte – atractivitate investițională redusă a VMS; 0 - 1 punct – atractivitate investițională joasă a VMS.

Metodologia, adaptată de autor, va permite determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS, în calitate de instrument financiar, va facilita determinarea eventualelor lacune ce stagnează atractivitatea investițională a produselor oferite pe piața internă a VMS, precum și va facilita identificarea posibilelor oportunități de creștere a acesteia. Totodată, metodologia poate fi utilizată inclusiv în scop comparativ, pentru analizarea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a unui stat în raport cu cele emise în alte state.

După cum s-a menționat deja, o atractivitate investițională înaltă a VMS asigură statul cu resursele necesare de finanțare a economiei și contribuie la diversificarea și extinderea gamei de investitori, ultima reprezentând unul dintre instrumentele de gestiune a riscurilor de refinanțare și de asigurare a finanțării economiei de către stat, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne. Diversitatea și extinderea gamei de investitori pe piața internă a VMS este condiționată, în primul rând, de mărimea și complexitatea sectorului financiar intern al statului respectiv. În condițiile în care sectorul financiar al unui stat este unul relativ redus și concentrat pe un anumit segment (bancar, de exemplu), extinderea și diversificarea gamei de investitori pe piața internă a VMS poate fi efectuată inclusiv prin atragerea investitorilor străini. Din aceste considerente, indicatorii prezentați pe fiecare element determinant în parte au fost prestabiliți în dependență de preferințele tuturor categoriilor de investitori pe piața VMS – retail, instituționali, dar și străini.

Metodologia adaptată a fost aplicată, de către autor, în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, precum și a statelor analizate, în vederea identificării celor mai bune practici și implementarea acestora în R. Moldova. Astfel, în rezultatul evaluării, la situația din 31 decembrie 2021, autorul tezei a obținut următoarele niveluri ale atractivității investiționale a VMS a R. Moldova și a statelor analizate (tabelul 7).

**Tabelul 7. Nivelul atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și a statelor analizate, conform metodologiei adaptate de autor**

Nr.	Indicatori <sup>3</sup> State	AIp	D	BAf	R	AIvms	Calificativ
1.	R. Moldova	2,75	1,5	2,0	1,0	<b>1,81</b>	<b>Redusă</b>
2.	Brazilia	3,5	4,0	2,5	3,5	3,38	Înaltă
3.	Canada	4,0	4,0	2,0	4,0	3,50	Înaltă
4.	România	3,75	3,0	4,0	3,5	3,56	Înaltă
5.	Turcia	3,5	3,75	3,0	3,5	3,44	Înaltă
6.	Ungaria	4,0	4,0	3,5	3,5	3,75	Înaltă

Sursa: elaborat de autor

Conform datelor reflectate în tabelul 7, R. Moldova a înregistrat un scor de 1,81 puncte, ceea ce, conform metodologiei adaptate de autor, se încadrează în nivelul atractivității investiționale reduse. După cum se observă, *atractivitatea investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova se situează, practic, la același nivel cu scorul obținut la componenta „gama de investitori”, ca rezultat al evaluării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova (tabelul 5). Acest fapt confirmă interdependența dintre nivelul atractivității investiționale a VMS și nivelul dezvoltării pieței interne a VMS, elucidată de autor în capitolul 1 al tezei. Atraktivitatea redusă a VMS emise pe piața internă din R. Moldova se explică, în mare parte, printr-o diversitate redusă a produselor oferite pe piața VMS și a oportunităților reduse oferite de stat, în vederea gestionării riscurilor investitorilor (în special cele de lichiditate și de inflație). În cazul VMS emise pe piața internă a celorlalte state, se constată că instrumentele acestora prezintă*

<sup>3</sup>Indicatorii sunt prezentați și explicați în tabelul 6.

un nivel înalt al atractivității investiționale, poziții forte privind *atractivitatea și infrastructura pieței VMS (AIp)* atestându-se în Canada și Ungaria, iar în ceea ce vizează *diversitatea VMS (D)* oferite de către stat – Canada, Ungaria și Brazilia. Pe dimensiunea *beneficiilor și avantajelor financiare (BAf)*, cele mai atractive VMS se consideră cele emise de România (acesta fiind unicul stat, din cele analizate, ce oferă scutiri totale de la plata impozitului pe venit aferent deținerilor de VMS) și Ungaria. Pe *dimensiunea riscurilor (R)*, toate statele analizate dețin poziții forte, strategiile de emisiune ale guvernelor acestora oferind investitorilor o bună gestiune a riscurilor investiționale.

Suplimentar celor expuse, reieșind din obiectivele stabilite în lucrarea dată, precum și ca rezultat al cercetărilor efectuate la subiect, *autorul tezei și-a propus să demonstreze*, și prin intermediul *modelelor econometrice, ipoteza de cercetare (H)*:

*H. Creșterea atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante (accesibilitatea și infrastructura pieței; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare; gestionarea riscurilor investiționale), identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse financiare necesare pentru finanțarea economiei naționale.*

*Această ipoteză este testată în două etape (E1, E2), fiind utilizate două modele econometrice:*

- la prima etapă, în baza Modelului 1, urmează a fi cercetată interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și nivelul/volumul pieței VMS, în calitate de indicatori fiind utilizați atractivitatea investițională, determinată conform metodologiei adaptate de autor în subcapitolul 3.1 și ponderea pieței VMS interne în PIB;

- la cea de a doua etapă, în baza Modelului 2, urmează a fi cercetată interdependența dintre volumul pieței VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în calitate de indicatori fiind utilizați ponderea pieței VMS interne în PIB și nivelul de finanțare a economiei R. Moldova.

Astfel, sarcinile aferente celor 2 etape de testare a ipotezei sunt următoarele:

*E1: Atraktivitatea investițională a VMS (AI<sub>vms</sub>) influențează volumul pieței interne a VMS din R. Moldova;*

*E2: Volumul pieței interne a VMS influențează nivelul de finanțare a economiei R. Moldova.*

În vederea testării și confirmării ipotezei enunțate, autorul tezei a făcut apel la un volum important de rapoarte și date statistice. Astfel, suportul informațional al tezei s-a suplimentat cu informațiile publicate și rapoartele anuale ale Ministerului Finanțelor din R. Moldova, acestea fiind obținute de pe pagina web oficială a ministerului, cu prezentarea datelor de rigoare în tabelul 8.

**Tabelul 8. Valoarea indicatorilor utilizați în calitate de variabile ale modelelor**

<b>Indicatori, %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
AI <sub>VMS</sub> , unități	1,63	1,63	1,69	1,69	1,81	1,88	1,88	1,81
Ponderea pieței VMS interne în PIB, %	4,0	4,2	4,5	4,8	4,2	3,9	7	7,8
Finanțarea economiei, mil. lei	492,7	243,2	953,0	1058,9	480,0	109,6	5576,8	3721,5

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [23, 24]

Totodată, pentru obținerea unor rezultate mai reprezentative în procesul de testare a ipotezei de cercetare, s-a considerat necesară utilizarea datelor statistice aferente anilor 2014-2021.

**Modelul 1** a permis verificarea primei etape - *determinarea impactului atractivității investiționale a VMS (cauză) asupra volumului pieței VMS interne (efect)* – care a fost realizată prin elaborarea unei ecuații de regresie simplă, prin metoda celor mai mici pătrate, iar analiza relațiilor dintre variabilele studiate și efectuarea testelor statistice a fost realizată cu ajutorul programului de analiză econometrică EViews. Metodologia de cercetare utilizată este una cantitativă, bazată pe analiza statistică deductivă, care urmează să testeze prima etapă a ipotezei formulate și să identifice relația cauză-efect. Astfel, volumul pieței VMS urmează a fi exprimat prin ponderea pieței VMS interne în PIB, la calcularea căreia se va lua în considerare volumul datoriei de stat interne, ce are ca obiect emisiunile de VMS pe piața primară a R. Moldova. Atraktivitatea investițională a VMS (AI<sub>vms</sub>) se determină conform metodologiei adaptate de autor și reflectate anterior, având la bază cele 4 *elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS*.

În scopul evidențierii interdependenței dintre variabilele aferente modelului dat, s-a utilizat următoarea formulă de regresie simplă:

$$PVMS_{PIB} = b_0 Aivms^{b_1} \quad (1)$$

unde:

$PVMS_{PIB}$  – variabila dependentă;

$Aivms$  – variabila independentă;

$b_0$  – constanta;

$b_1$  – coeficientul variabilei independente.

În rezultatul testării modelului prenotat, coeficientul de determinație  $R^2$  al acestuia constituie 0,377 (tabelul 9), fapt ce presupune că există o relație puternică între atractivitatea investițională a VMS, având la bază elementele determinante ale acesteia, și volumul pieței VMS interne. În acest context, rezultatele obținute indică faptul că atractivitatea investițională a VMS ar putea explica schimbările în volumul pieței VMS interne. De asemenea, probabilitatea aferentă testului F-statistic este egală cu zero, ceea ce indică asupra faptului că modelul este semnificativ, din punct de vedere statistic, la un prag de 1% și nu înregistrează specificații omise.

**Tabelul 9. Regresia estimată a volumului pieței VMS interne din R. Moldova**

Variabile	Coef	Eroare std.	t-Statistic	Prob.
LOG(Aivms)	3,6885	2,5543	1,4440	0,20
$R^2$		0,377		
F-statistic		1,516		
Prob(F-stat)		0,305		

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor obținute prin intermediul programului EViews

Totodată, rezultatele obținute demonstrează că majorarea cu 1% a nivelului atractivității investiționale a VMS generează o creștere medie a volumului pieței interne a VMS din R. Moldova de circa 3,69%.

**Modelul 2.** Pentru a doua etapă de testare, ce presupune că volumul pieței VMS influențează nivelul de finanțare a economiei, la fel, s-a aplicat ecuația de regresie simplă, prin metoda celor mai mici pătrate, analiza relațiilor dintre variabile și efectuarea testelor statistice fiind realizată cu ajutorul programului de analiză econometrică EViews. În cazul dat, volumul pieței VMS reprezintă variabila independentă, iar finanțarea economiei R. Moldova - cea dependentă.

De asemenea, se remarcă că indicatorul finanțării economiei R. Moldova a fost exprimat prin volumul finanțării nete (diferența dintre volumul emisiunilor de VMS și volumul răscumpărărilor de VMS efectuate într-o anumită perioadă de timp), încasate în bugetul de stat, pentru acoperirea deficitului bugetar, din contul emisiunilor de VMS pe piața primară a R. Moldova. În scopul evidențierii interdependenței dintre variabilele modelului dat, s-a utilizat următoarea formulă de regresie simplă:

$$F_{df} = b_0 PVMS_{PIB}^{b_1} * D20^{b_2} \quad (2)$$

unde:

$F_{df}$  – variabila dependentă;

$PVMS_{PIB}$  – variabila independentă;

$D20$  – variabila dummy;

$b_1, b_2$  – coeficienții variabilei independente și variabilei dummy.

Având în vedere că situația creată în rezultatul pandemiei de Covid-19 a fost una excepțională, cu impact negativ asupra situației economice a tuturor statelor lumii, inclusiv a R. Moldova, fapt ce s-a cuantificat prin înrăutățirea indicatorilor economico-financiari, datele aferente anului 2020 au fost reflectate în calitate de variabilă dummy, cu neutralizarea acestora, în vederea obținerii unei testări viabile a Modelului 2. Astfel, în rezultatul testării modelului prenotat, practic toate valorile obținute s-au dovedit a fi semnificative, din punct de vedere statistic, și confirmă ipoteza la un nivel ridicat de încredere (tabelul 10).

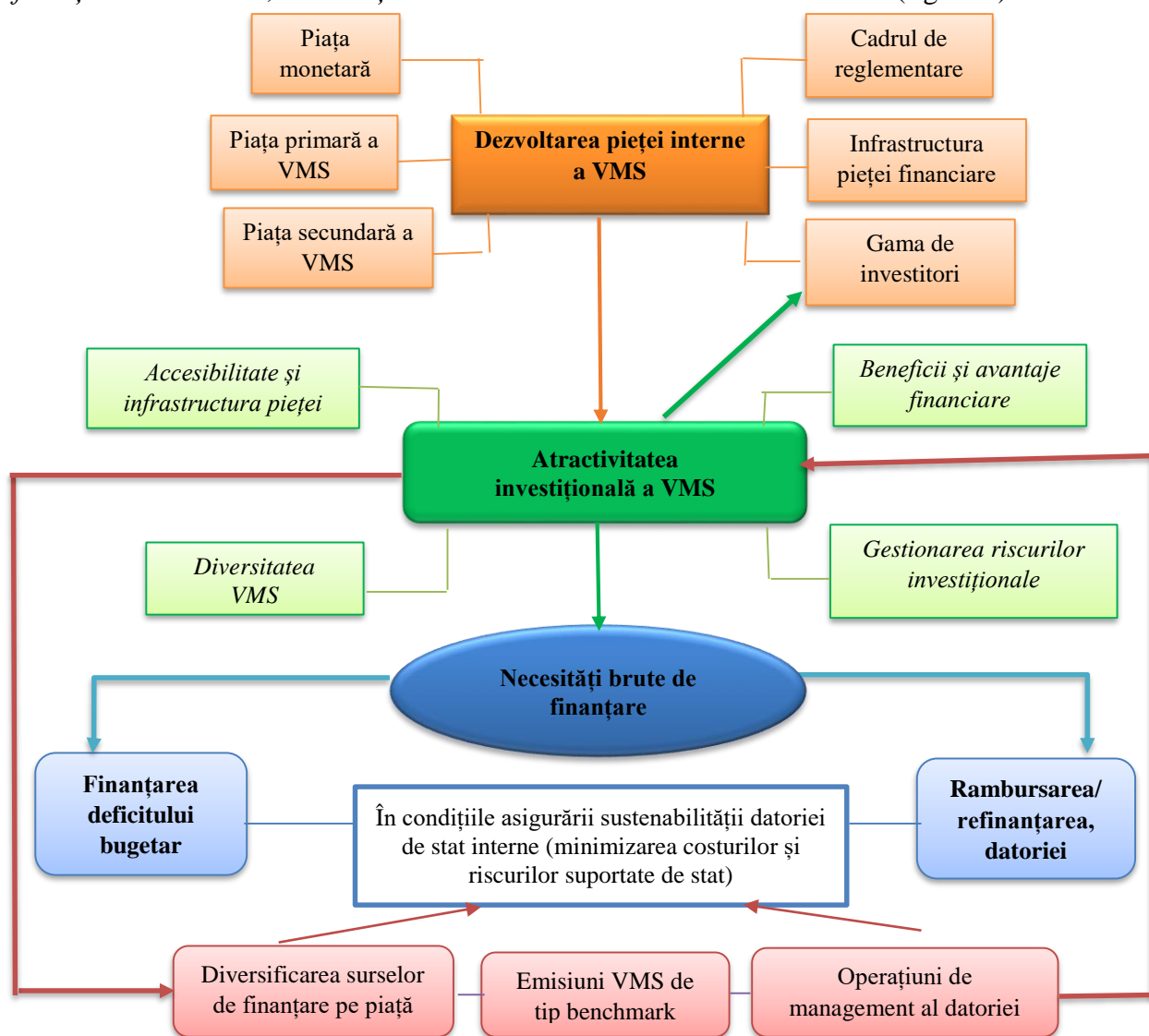
**Tabelul 10. Regresia estimată a nivelului finanțării economiei R. Moldova**

Variabila	Coeficientul	Eroare std.	t-Statistic	Prob.
Ln(PVMS_PIB)	4.474	0.874	5.116	0,002
$R^2$		0,813		
F-statistic		26.178		
Prob(F-stat)		0,002		

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor obținute prin intermediul programului EViews

Rezultatele modelului econometric aplicat reflectă o majorare de 4,47% a nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, în condițiile creșterii cu 1% a nivelului și volumului pieței VMS ca pondere în PIB. În rezultatul celor expuse, precum și în baza rezultatelor modelelor econometrice aplicate (M1 și M2), *autorul tezei conchide că atractivitatea investițională a VMS, stabilită în baza elementelor determinante, identificate de autor în prezenta cercetare, influențează în mod pozitiv volumul pieței VMS interne, iar o creștere a volumului acesteia, la rândul său, contribuie la creșterea nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, fapt ce denotă că ipoteza de cercetare este dovedită și confirmată, inclusiv prin intermediul modelelor econometrice.*

Având în vedere cercetările și analizele prezentate mai sus, studiile efectuate de diverși cercetători și experți în domeniu, precum și practica statelor analizate în prezenta cercetare, la subiectul atractivității VMS în calitate de instrument financiar și implicațiile acestora în calitate de sursă de finanțare a economiei, autorul tezei a identificat și a elaborat un model al relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condițiile unei datorii de stat interne sustenabile (figura 8).



**Figura 8. Modelul relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne**  
Sursa: elaborată de autor

Astfel, în opinia autorului, pe de o parte, o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale în timp util, o siguranță ridicată a investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare și gestiune eficientă a riscurilor investiționale aferente. Pe de altă parte, o atractivitate investițională înaltă a VMS emise pe piața



internă, având la bază elementele determinante ale acesteia, identificate de autorul tezei prin prezenta cercetare, contribuie la o diversificare a gamei de investitori pe piață și, respectiv, la o dezvoltare a nivelului pieței VMS. Totodată, după cum s-a menționat anterior, atractivitatea investițională a VMS influențează atât potențialul volum de resurse ce poate fi obținut de către stat, în scopul acoperirii necesităților de finanțare a economiei, cât și costurile la care aceste resurse pot fi atrase. În același timp, o creștere a atractivității investiționale a VMS poate contribui semnificativ la diversificarea gamei de investitori, respectiv a surselor de finanțare a statului, aceasta fiind una din măsurile pe care statul trebuie să le aplice în scopul asigurării sustenabilității datoriei, acesta fiind și unul din principalele deziderate ale statului în procesul de accesare a resurselor financiare necesare, prin contractarea de împrumuturi.

De asemenea, aplicarea operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni *switch*), pe lângă faptul că reprezintă o măsură importantă prin care statul își poate asigura sustenabilitatea datoriei, contribuie inclusiv la creșterea atractivității investiționale a VMS, întrucât aplicarea, de către stat, a acestor operațiuni reduce riscurile de lichiditate ale investitorilor, precum și le oferă posibilitatea de a-și restructura portofoliile.

În acest context, se conchide că atractivitatea investițională a VMS are o importanță aparte în procesul de finanțare a economiei prin intermediul datoriei de stat interne: aceasta, pe lângă oferirea accesibilității resurselor financiare necesare, influențând și fiind influențată de capacitățile statului de asigurare a sustenabilității datoriei de stat interne. Mai mult ca atât, după cum s-a menționat anterior, o atractivitate investițională înaltă a VMS poate contribui la impulsivitatea dezvoltării pieței VMS interne. În aceste condiții, dat fiind rolul VMS în asigurarea statului cu resursele financiare necesare, poziția R. Moldova la capitolul dezvoltării pieței VMS interne și atractivității investiționale a VMS, precum și problemele cu care R. Moldova se confruntă la moment pe piața VMS internă autohtonă (afectarea indicatorilor de sustenabilitate a datoriei de stat interne ca rezultat al creșterii riscurilor de refinanțare, preponderența VMS pe termen scurt în portofoliul de emisiuni al statului, concentrarea masivă a investitorilor pe piață într-o singură categorie de participanți, și anume băncile comerciale), impune necesitatea incontestabilă de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova.

Având în vedere cercetările efectuate de autorul tezei prin prezenta lucrare, precum și practicile internaționale analizate, *autorul a identificat unele oportunități de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova în scopul finanțării economiei naționale, acestea reieșind din cele 4 elemente determinate ale atractivității investiționale a VMS, identificate de autorul tezei, și anume:*

- pe direcția „accesibilitate și infrastructura pieței” – extinderea categoriei de dealeri primari pe piața VMS din R. Moldova, crearea premiselor pentru realizarea unei conexiuni dintre un depozitar autohton și un depozitar internațional, precum și inițierea tranzacționării VMS pe piața reglementată. Implementarea unei astfel de măsuri va spori accesibilitatea investitorilor străini pe piața internă a VMS, precum și va contribui la o extindere și diversificare mai mare a gamei de investitori pe piața VMS a R. Moldova, inclusiv prin atragerea investitorilor străini;

- pe dimensiunea „diversitatea VMS” – emiterea VMS indexate, VMS de tip green și VMS de tip benchmark. Aceste inițiative ar crește atractivitatea VMS autohtone și ar atrage noi categorii de investitori (retail, străini), având în vedere că aceste tipuri de VMS pot asigura o gestiune eficientă a riscului de lichiditate al investitorului, precum și se aliniază politicilor actuale, adoptate la nivel mondial, de asigurare a sustenabilității economiei, societății, climei;

- la compartimentul „beneficiile și avantajele financiare” – scutirea totală sau reducerea impozitului pe venit aferent deținerilor de VMS, inițiativă ce ar face mai atractive, din punct de vedere financiar, VMS emise pe piața R. Moldova;

- pe dimensiunea „gestionarea riscurilor investiționale” – aplicarea în practică a operațiunilor de management al datoriei, precum și emiterea VMS indexate. Orientarea spre aceste oportunități și implementarea lor în practică ar oferi investitorilor posibilitatea de restructurare a portofoliilor de investiții, precum și de gestiune eficientă a riscului de lichiditate pe piața secundară.

## CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

În rezultatul cercetărilor efectuate în cadrul prezentei teze, obiectivele stabilite de autor au fost realizate integral, fapt ce a permis atingerea scopului fundamental al tezei de doctorat și formularea următoarelor **concluzii**:

1. Abordările teoretico-conceptuale ale VMS, din perspectiva finanțării economiei, au permis elucidarea VMS drept cea mai răspândită *sursă de finanțare*, ce asigură statul, în timp util, cu resursele necesare finanțării economiei. Deși VMS, în calitate de sursă de finanțare a economiei, asigură statul cu resursele necesare de finanțare, acestea presupun anumite costuri și cheltuieli, sub forma dobânzilor, cupoanelor și rambursărilor de datorii ce ajung la scadență, precum și o serie de riscuri pentru stat (de piață, de refinanțare, de lichiditate, operațional etc.). În aceste condiții, în procesul de finanțare a economiei prin intermediul VMS, statul trebuie să asigure și să mențină sustenabilitatea datoriei statului, prin optimizarea costurilor de deservire a datoriei statului și prin prevenirea și/sau minimizarea riscurilor aferente ( $O_1$ );

2. Analiza VMS, efectuată de autorul tezei din perspectiva investițională, denotă că acestea reprezintă un *instrument financiar* important pentru investitori, la care se face apel în diverse scopuri: de economisire și investire; de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale; de garantare a tranzacțiilor financiare; de stabilire a prețurilor pentru alte instrumente de datorie; de intervenție, de către băncile centrale, în scopul reglării nivelului de lichidități pe piața monetară și în sistemul bancar ( $O_1$ );

3. Ca rezultat al sintezei literaturii de specialitate cu privire la *particularitățile pieței VMS și dezvoltarea acesteia*, autorul tezei a identificat elementele pieței VMS, rolul acestora în asigurarea unei funcționări eficiente a unei piețe VMS, precum și importanța, și necesitatea dezvoltării acesteia. Totodată, analiza metodelor existente de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, a permis autorului identificarea elementelor vitale ale pieței asupra cărora autoritățile trebuie să-și focuseze atenția, în vederea dezvoltării pieței VMS, și anume: gama de investitori (profesioniști sau instituționali), eficiența și siguranța tranzacțiilor și a operațiunilor de decontare, lichiditatea pieței, modul de impozitare aplicat ( $O_2$ );

4. Analizând abordările teoretice ale conceptului de atractivitate investițională și a metodelor de măsurare a acesteia, autorul tezei a constatat că acestea, în principal, au fost analizate în calitate de obiect de investire, din perspectiva unei țări, regiuni, industriei sau companii, iar atractivitatea investițională a unui instrument financiar, în speță VMS, a fost mai puțin abordată. În acest context, având în vedere diversitatea abordărilor conceptului de atractivitate investițională, dar și abordarea limitată a acestuia din perspectiva VMS, autorul tezei a conturat definiția conceptului de „*atractivitate investițională a VMS*”, aceasta fiind percepută ca „*totalitate a factorilor și condițiilor organizatorice, financiare și legislative, ce determină investitorul, în baza unor raționamente, să-și plaseze disponibilitățile financiare și economiile în VMS*”. În calitate de elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS, în opinia autorului, sunt: *accesibilitatea și infrastructura pieței, diversitatea VMS, beneficiile și avantajele financiare, precum și oportunitățile de minimizare a riscurilor investitorilor* ( $O_3$ );

5. Cercetările efectuate de autorul tezei privind dezvoltarea pieței interne a VMS a unui stat și atractivitatea investițională a VMS emise pe piața internă a acestui stat, au determinat autorul tezei să conchidă că atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței VMS sunt elemente interdependente, întrucât o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale, siguranță mai mare a investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare și/sau gestiune eficientă a riscurilor. În același timp, o atractivitate sporită a VMS atrage mai mulți investitori pe piață, *asigură o diversificare a gamei de investitori*, ceea ce, într-un final, *contribuie la dezvoltarea pieței VMS* ( $O_3$ );

6. Efectuarea unei cercetări a situației actuale în R. Moldova privind finanțarea economiei prin intermediul VMS și atractivitatea acestora, a reliefat o serie de probleme în R. Moldova la subiectul de cercetare, și anume: studiarea redusă a atractivității investiționale a VMS și lipsa evaluărilor nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; concentrarea puternică

a gamei de investitori pe piața locală a VMS într-o singură categorie (bănci comerciale), cu o prezență redusă a investitorilor retail și a celor străini, acestea stând la baza costurilor înalte, suportate de stat, de finanțare a economiei naționale prin intermediul VMS. Prin urmare, autorul tezei a conchis că atragerea și diversificarea gamei de investitori pe piața locală a VMS este imperios necesară, printre efectele realizării acestora evidențiindu-se: asigurarea unei cereri solide pe piață; reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, asigurarea stabilității și eficienței pieței VMS, precum și creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat (O<sub>4</sub>);

7. Practicile internaționale analizate în prezenta cercetare (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria) la subiectul finanțării economiilor naționale prin intermediul VMS și atractivitatea acestora, a permis autorului tezei constatarea faptului că, în vederea asigurării necesarului de finanțare a economiei, în condiții de optimizare a costurilor și de prevenire a riscurilor aferente pentru stat, țările prenotate se focusează pe realizarea diverselor măsuri și acțiuni, precum: aplicarea operațiunilor de management al datoriei; emiterea VMS de tip benchmark; diversificarea gamei de investitori pe piață. În scopul diversificării investitorilor pe piețele interne a VMS, statele analizate asigură: o creștere a accesibilității și o îmbunătățire a infrastructurii pieței VMS (prin programe de vânzări retail, conexiuni cu depozitari străini); o diversificare a VMS oferite investitorilor (green bonduri, VMS indexate, VMS cu scadențe variate și mai lungi); o sporire a beneficiilor și avantajelor financiare de pe urma investițiilor în VMS, prin acordarea de scutiri de la plata impozitelor aferente deținerilor de VMS (O<sub>5</sub>);

8. Cercetarea practicilor naționale de finanțare a economiei prin intermediul VMS a determinat autorul să constate că acoperirea deficitului bugetar și, respectiv, finanțarea preponderentă a economiei R. Moldova, din contul bonurilor de trezorerie, a generat o creștere a riscurilor de refinanțare de către stat și a costurilor de deservire a datoriei de stat. În același timp, atractivitatea investițională a VMS autohtone se caracterizează: printr-o diversitate redusă a produselor de VMS oferite pe piață; prin introducerea, începând cu anul 2021, a impozitului pe venit la dobânzile aferente deținerilor de VMS; prin oportunități reduse de gestionare a riscurilor investiționale. În scopul atragerii investitorilor pe piață, R. Moldova, similar unora dintre statele analizate (Brazilia, România, Turcia și Ungaria), a inițiat conceptualizarea unei platforme de procurare directă a VMS de către populație, aceasta nefiind funcțională la moment, și a lansat emiterea VMS cu scadența de 7 ani, cererea fiind însă foarte redusă la aceste instrumente financiare (O<sub>6</sub>);

9. Evaluarea, de către autorul tezei, a nivelului de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, a reliefat faptul că aceasta se situează la etapa a 3-a de dezvoltare (din cele 4 etape posibile), fapt ce denotă că piața autohtonă a VMS este la un nivel de dezvoltare emergentă, fiind stabilite funcționalitățile de bază ale acesteia. Cele mai puțin dezvoltate componente ale pieței interne a VMS din R. Moldova sunt piața secundară a VMS și gama de investitori pe piață, aceste componente situându-se la etapa a 2-a de dezvoltare, fapt ce denotă că respectivele prezintă anumite funcționalități, însă procesele de funcționare aferente sunt însoțite de lacune semnificative (O<sub>7</sub>);

10. Având în vedere relațiile, determinate de autorul tezei, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS și atractivitatea investițională a VMS, autorul a adaptat metodologia BM, FMI, BERD și OCDE, în scopul determinării atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova. În rezultatul aplicării acestei metodologii în cazul R. Moldova și a statelor analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), autorul tezei a conchis că VMS emise pe piața internă a R. Moldova dețin un nivel de atractivitate investițională redusă, acesta fiind, în mare parte, la același nivel (nivelul 2) cu gradul de dezvoltare a gamei de investitori pe piața internă a VMS (O<sub>8</sub>);

11. Aplicând modelele econometrice, autorul tezei a determinat interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova, testarea econometrică fiind efectuată în două etape. La prima etapă, rezultatele obținute de autorul tezei au demonstrat că între atractivitatea investițională a VMS și volumul pieței interne a VMS este o relație puternică de interdependență: în cazul majorării cu 1% a nivelului atractivității investiționale a VMS, aceasta va genera o creștere medie a volumului pieței interne a VMS de 3,69%. Cea de-a doua etapă de

aplicare a modelelor econometrice a permis autorului *identificarea relației de interdependență dintre volumul pieței interne a VMS și finanțarea economiei din contul VMS*, rezultatele obținute reliefând faptul că, în condițiile creșterii cu 1% a volumului pieței VMS a R. Moldova, nivelul de finanțare a economiei R. Moldova din contul VMS s-ar majora cu 4,47% (O<sub>9</sub>);

12. Cercetarea efectuată în cadrul tezei a permis autorului generalizarea relațiilor dintre dezvoltarea pieței interne a VMS a unui stat, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei acestuia, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat internă, prin elaborarea, în acest sens, a unui model grafic. Modelul dat de relații, practicile internaționale analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria) în prezenta cercetare, precum și rezultatele evaluărilor efectuate de către autorul tezei în vederea determinării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova și a atractivității investiționale a VMS autohtone, au permis autorului *identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în vederea creșterii nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne*. Acestea, la rândul lor, au facilitat formularea, de către autor, a unor recomandări axate pe: creșterea accesibilității și dezvoltării infrastructurii pieței VMS, diversificarea instrumentelor și produselor oferite pe piață, creșterea beneficiilor și avantajelor financiare ale investitorilor de pe urma plasării investițiilor, creșterea oportunităților de minimizare și de gestionare eficientă a riscurilor investitorilor, realizarea cărora va contribui la creșterea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, precum și la creșterea nivelului de finanțare a economiei naționale de către stat (O<sub>10</sub>).

**Sugestii privind direcțiile viitoare de cercetare legate de tema abordată.** În calitate de oportunități ulterioare de cercetare, cu referire la subiectul VMS, ar fi studierea mai aprofundată a aspectelor ce țin de rolul dealerilor primari pe piața VMS internă, având în vedere funcțiile și responsabilitățile exercitate de către aceștia pe piața VMS primară și secundară. De asemenea, o cercetare mai detaliată ar putea fi efectuată asupra implicațiilor și rolul VMS pe piața monetară și în procesul de desfășurare a operațiunilor de politică monetară, întrucât vânzările și cumpărările de VMS pe termen scurt reprezintă operațiuni de piață monetară, prin care are loc gestiunea lichidităților în sistemul bancar. În aceeași ordine de idei, cercetări ulterioare mai ample ar putea fi dedicate și celorlalte riscuri suportate de către stat în procesul de emisie a VMS pe piața internă (riscul ratei dobânzii, riscul operational etc.), cercetarea dată axându-se în mod special pe riscul de refinanțare. Pe lângă acestea, în condițiile în care piața VMS reprezintă cea mai mare piață de obligațiuni în majoritatea statelor lumii, o direcție viitoare de cercetare ar fi și rolul VMS în dezvoltarea pieței de capital, subiectul dat fiind de o actualitate aparte pentru R. Moldova.

**Rezultatele obținute care contribuie la soluționarea problemei științifice importante** constau în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce determină promovarea aspectelor inovative de emisie a acestor instrumente financiare de către stat, în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Soluționarea problemei științifice importante abordate în prezenta lucrare** constă în fundamentarea și identificarea soluțiilor de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în vederea asigurării statului cu resursele necesare de finanțare a economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne. Aceasta a permis autorului formularea următoarelor **recomandări**:

1. Examinarea, de către MF în comun cu BNM și Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF), a oportunității de amendare a cadrului normativ, în vederea extinderii categoriilor de entități eligibile pentru calitatea de dealer primar pe piața VMS, prin includerea societăților de investiții, altele decât bănci, ce dețin licență de activitate pe piața de capital de categoria „C” și a entităților financiare străine;

2. Identificarea, de către DCU, a posibilităților și inițierea discuțiilor cu depozitari de talie internațională, în vederea stabilirii conexiunilor ce ar facilita tranzacțiile cu investitorii nerezidenți;

3. Asigurarea, de către MF în comun cu Bursa de Valori a Moldovei (BVM) și CNPF, a impulsivității tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată a R. Moldova, cu operarea după caz, a

amendamentelor legislative de rigoare, eventual, prin introducerea obligațiilor minime de cotare la BVM de către dealerii primari;

4. Examinarea, de către MF în comun cu BNM, a oportunității lansării și emiterii VMS indexate pe piața internă a R. Moldova, având în vedere prognozele, tendințele și evoluțiile inflației;

5. Examinarea, de către MF în comun cu Ministerul Mediului și Ministerul Muncii și Protecției Sociale, a oportunității de lansare și emitere, pe piața internă a R. Moldova, a VMS de tip ESG (green bonduri, obligațiuni cu impact social);

6. Asigurarea, de către MF, a operării amendamentelor legislative de rigoare, în vederea scutirii sau, eventual, reducerii impozitelor pe venit a dobânzilor aferente deținerilor de VMS emise pe piața internă a R. Moldova;

7. Inițierea, de către MF, a aplicării în practică a operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni *switch*), în dependență de conjunctura pieței și caracteristicile VMS aflate în circulație;

8. Examinarea, de către MF, a oportunității de emitere a VMS de tip *benchmark*, în scopul asigurării sustenabilității datoriei de stat interne, având în vedere evoluția necesităților de finanțare.

Recomandările formulate au fost înalt apreciate de CNPF (certificat nr.01-4/240 din 31.01.2023), DCU (certificat nr.02/130 din 20.02.2023), BNM (07-01115/37/1066 din 21.02.2023), MF (certificat nr.16/2-05/84 din 26.06.2023) și ASEM (certificat nr.02/1615 din 07.12.2022), unele dintre ele (nr. 3 și nr. 6) fiind într-o anumită măsură deja implementate, și anume: inițierea tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată (BVM), prima tranzacție cu VMS la BVM fiind efectuată la data de 30 mai 2023; reducerea impozitului pe venit din dobânzile obținute de deținătorii (rezidenți) de VMS (de la 12% la 6%) începând cu 01 ianuarie 2024.

## BIBLIOGRAFIE

1. Annual Government Debt Management Reports of the Ministry of Finance of Hungary for the period of 2017 – 2021, [online]. Disponibil: <https://2015-2019.kormany.hu/en/ministry-for-national-economy/the-minister>.
2. Annual Public Debt Management Reports of Undersecretariat of Treasury, Turkey, for the period of 2017-2021, [online]. Disponibile: <https://en.hmb.gov.tr/public-debt-management-reports>.
3. Annual Public Debt Report of the Ministry of Finance of Brazil for the period of 2017-2021, [online]. Disponibile: <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/publications-about-federal-public-debt/public-debt-reports>
4. CARAGANCIU, A., DAROVANNAIA, A., MINICA, M., IOVV, T. *Piețe de capital*. Editura ASEM, Chișinău, 2005, pp 171. ISBN 9975-75-299-3.
5. DAROVANAIA, A. *Bazele funcționării piețelor de capital*. Editura ASEM, Chișinău, 2005, pp.175. ISBN 9975-75-298-5.
6. Debt Management Reports of Department of Finance of Canada for the period of 2017-2021, [online]. Disponibile: <https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/debt-management-report.html>.
7. *Developing Government Local Currency Bond Markets*. Guidance Note [online]. World Bank Group, International Monetary Fund, 2021 [citat 10.10.2021]. Disponibil: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/790921615526044752/pdf/Guidance-Note-for-Developing-Government-Local-Currency-Bond-Markets.pdf>.
8. EBEKE, C. YINQIU, L. Local currency emerging market bond yields and foreign holdings - A fortune or misfortune? In: *Journal of International and Finance*, vol. 59, 2015, pp. 203-219.
9. FÎRȚESCU, B. Sisteme moderne de finanțare a economiei și funcționalitatea acestora. *Analele Stiintifice ale Universității „Alexandru Ioan Cuza” din Iasi - Științe Economice*, 2005, vol. 50-51, pp. 347-351.

10. HÎNCU, R., LITOCENCO, A. Budget Deficit: indicator of financial relations within the financial system. În: *Competitivitate și inovare în economia cunoașterii*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 23-24 septembrie 2022, ediția XXXI-a, Chișinău, Republica Moldova.
11. HÎNCU, R., LITOCENCO, A. The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova. In: *Analele Universității "Eftimie Murgu", Fascicola II-Studii Economice*, Anul XXVII, 2020, Reșița, România, pp. 47-57. ISSN 2344 – 6315.
12. IAMSIRAROJ, S. ULUBAŞOĞLU, M. A. Foreign direct investment and economic growth: A real relationship or wishful thinking? *Economic Modeling*, vol. 51, 2015, pp. 200-213.
13. KAPINGURA, F., MARKHETA-KOSI, P. The causal relationship between the bond market development and economic growth in Africa: Case study of South Africa. In: *Mediterranean Journal of Social Sciences*, vol. 5, no. 3, 2014, pp. 126-131. ISSN 2039-9340.
14. KOLAPO, F. T. ADARAMOLA, O. The impact of the Nigerian Capital Market on economic growth (1990-2010). In: *International Journal of Developing Societies*, vol. 1, no. 1, 2011, pp. 11–19.
15. LITOCENCO, A. The investment activity of the joint stock companies from the Republic of Moldova. Simpozionul științific internațional al tinerilor cercetători, ediția a XIII-a, Volumul I, Academia de Studii Economice a Moldovei, 23-24 aprilie 2015, pp. 63-67. ISBN 978-9975-75-748-5.
16. LITOCENCO, A. Aspecte legale de reglementare a activității investiționale în statele membre ale Uniunii Europene. În: *25 de ani de reformă economică în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 23-24 septembrie 2016, ediția a XXV-a, volumul V, Chișinău, Republica Moldova, pp. 217-221. ISBN 978-9975-75-839-0.
17. LUCEY, B. M. ZHANG, Q. Financial integration and emerging markets capital structure. In: *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, 2011, pp. 1228-1238.
18. MATEI, I. Empirical analysis of the links between sovereign bond markets and economic growth for European non-EMU countries. In: *Banks and Bank Systems*, no. 8(3), 2013, pp. 58-71.
19. MATEI, I. Government bond market linkages within EMU: Evidence from a multivariate granger causality analysis. In: *Economic Bulletin*, no. 33(3), 2013, pp. 1885-1898.
20. MUHARAM, H., GHOZALI, I., ARFINTO E.D. (2018). Bond Market Development, Economic Growth, and the Role of Foreign Investment. In *International Conference of Organizational Innovation, KnE Social Sciences*, 2018, pp. 811-819.
21. PRADHAN, R. P., ARVIN, M. B., NORMAN, N. R., HALL, J. H. Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries. In: *Review of Financial Economics*, no. 23(4), 2014, pp.155-173.
22. PRADHAN, R.P., ZAKI, D.B., MARADANA, R.P., Bond market development and economic growth: The G-20 experience. In: *Tékhné*, Volume 13, Issue 1, 2015, pp. 51-65. ISSN: 1645-9911,.
23. Rapoartele Ministerului Finanțelor din R. Moldova privind executarea bugetului de stat în perioada anilor 2017-2022 [online]. Disponibile: <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anuale>
24. Rapoartele Ministerului Finanțelor din R. Moldova privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pentru anii 2017-2022 [online]. Disponibile: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.

25. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor Publice din România pentru perioada anilor 2017-2022, [online]. Disponibil: <https://mfinante.gov.ro/ro/web/trezor/datorie-guvernamentala>.
26. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor din Brazilia pentru perioada 2017-2022, [online]. Disponibil: <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/publications-about-federal-public-debt/public-debt-reports>.
27. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor din Canada pentru perioada 2017-2022 [online]. Disponibil: <https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/debt-management-report.html>.
28. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor din Turcia pentru perioada 2017-2022 [online]. Disponibil: <https://en.hmb.gov.tr/public-debt-management-reports>.
29. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor din Ungaria pentru perioada 2017-2022[online]. Disponibil: <https://2015-2019.kormany.hu/en/ministry-for-national-economy/the-minister>.
30. Regulamentul cu privire la operațiunile de piață monetară ale Băncii Naționale a Moldovei, aprobat prin Hotărârea Băncii Naționale a Moldovei nr. 188 din 25.09.2014. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2007, nr. 32-35, 114.
31. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2019. ISSN 2306-0476. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-sovereign-borrowing-outlook-2019\\_aa7aad38-en#page4](https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-sovereign-borrowing-outlook-2019_aa7aad38-en#page4)
32. THUMRONGVIT, P., KIM, Y., PYUN, C. S. Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth. In: *International Review of Economics and Finance*, 27(3), 2013, pp. 529-541.

## LISTA PUBLICAȚIILOR AUTORULUI LA TEMA TEZEI

### 2. Articole în reviste științifice

#### 2.2. în reviste din alte baze de date acceptate de ANACEC

1. HÎNCU, Rodica, LITOCENCO, Ana. *The importance of institutional investors diversification in the development of the government securities market*. În: Revista *MEST*, Volumul 9, Nr.1, Universitatea Nikola Tesla, Belgrad, Serbia, 2021, pp.28-36, 0,63 c.a., ISSN 2334-7058.

Accesibil în BDI: EBSCO, Google Scholar, CrossRef, COBIS.SR, COBIB.RS, Kobson, Scilit, CiteFactor

2. HÎNCU, Rodica, LITOCENCO, Ana. *The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova*. În: *Analele Universității "Eftimie Murgu"*, Fascicola II-Studii Economice, Anul XXVII, Reșița, România, 2020, pp.47-57, 0,51 c.a., ISSN 2344 – 6315.

Accesibil în BDI: EBSCO, DOAJ, RePec, ProQuest, IndexCopernicus, OAJI, Academic Journals Database, WorldCat, Livre.

#### 2.3. în reviste din Registrul Național al revistelor de profil

3. LITOCENCO, Ana. *Abordări teoretice și analiza relației „deficit bugetar – datorie publică” în cazul Republicii Moldova*. În: Revista *Economica*, nr.4(122), 2022, Academia de Studii Economice din Moldova, pp.62-75, 0,6 c.a., ISSN 1810-9136, categoria B.

4. LITOCENCO, Ana. *Influența pieței valorilor mobiliare de stat interne asupra creșterii economice*. În: Revista *Akademios*, nr.2 (69), 2023, Academia de Științe a Moldovei, pp.99-104, 0,62 c.a., ISSN 1857-0461, categoria B.

### 3. Articole în lucrările conferințelor și altor manifestări științifice

#### 2.2. în lucrările manifestărilor incluse în alte baze de date acceptate de către ANACEC

5. LITOCENCO, Ana. *Eficiența măsurilor întreprinse în scopul atragerii investițiilor:*

**cazul Republicii Moldova.** În: Conferința Internațională a studenților economiști „*Noi provocări în cercetarea economică*” din 10-11 mai 2018, Universitatea „Dunărea de Jos”, Galați, România, Revista de cercetare științifică studențească, pp.154-164, 0,6 c.a., ISSN 2559-2513.

**6. LITOCENCO, Ana. Trends of Attracting Foreign Direct Investment in the Economy of the Republic of Moldova.** În: Conferința Științifică Internațională pentru doctoranzi „*Scientia Iuventa 2018*” din 19 aprilie 2018, Universitatea Matej Bel, Banská Bystrica, Slovacia, pp.1-10, 0,4 c.a., ISBN 978-80-557-1426-4.

### **3.3. în lucrările manifestărilor științifice incluse în Registrul materialelor publicate în baza manifestărilor științifice organizate din Republica Moldova**

**7. HÎNCU, Rodica, LITOCENCO, Ana. Budget Deficit: indicator of financial relations within the financial system.** În: Conferința Științifică Internațională „*Competitivitate și inovare în economia cunoașterii*” din 23-24 septembrie 2022, ediția XXXI-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova (în curs de publicare).

**8. HÎNCU, Rodica, LITOCENCO, Ana. Analiza valorilor mobiliare de stat ca instrument de finanțare a deficitului bugetar al Republicii Moldova.** În: Conferința Științifică Internațională „*30 de ani de reformă economică în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic*” din 24-25 septembrie 2021, volumul 3, ediția XXX, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.429-439, 0,8 c.a., ISBN 978-9975-155-66-3.

**9. LITOCENCO, Ana. Oportunități investiționale și provocări pe piața valorilor mobiliare de stat.** În: Conferința Științifică Internațională „*Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii*” din 25-26 septembrie 2020, ediția a XXVIII-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.634-644, 0,7 c.a., ISBN 978-9975-75-985-4.

**10. LITOCENCO, Ana. Internal Government Debt of the Republic of Moldova: trends and perspectives.** În: Conferința Științifică Internațională „*Development through research and innovation - 2020*” din 28 august 2020, ediția I-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.154-159, 0,31 c.a., ISBN 978-9975-155-03-8.

**11. LITOCENCO, Ana. Challenges related to Attracting Foreign Direct Investment in the Republic of Moldova.** În: Simpozionul Științific Internațional al Tinerilor Cercetători din 27-28 aprilie 2018, ediția a XVI-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.239-244, 0,5 c.a., e-ISBN 978-9975-75-926-7.

**12. LITOCENCO, Ana. Aspecte legale de reglementare a activității investiționale în statele membre ale Uniunii Europene.** În: Conferința Științifică Internațională „*25 de ani de reformă economică în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic*” din 23-24 septembrie 2016, ediția a XXV-a, volumul V, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.217-221, 0,53 c.a., ISBN 978-9975-75-839-0.

### **8. Alte articole științifice**

**13. HÎNCU, Rodica, LITOCENCO, Ana. The new investment instruments developed in the international financial market.** În: Revista *Eastern European Journal of Regional Studies*, Volumul 1, Ediția a 2-a, 2015, ASEM, Chișinău, Republica Moldova, pp.80-90, 0,6 c.a., ISSN 1857-436X.

**14. LITOCENCO, Ana. Innovations in financing infrastructure investments.** În: Materialele Forumului Internațional „*Fostering international Cooperation for Strengthening Knowledge Triangle in Moldova*” – *Triangle 2017* din 23-24 martie 2017, Ediția a 3-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, Republica Moldova, pp.232-235, 0,34 c.a., ISBN 978-9975-3129-7-4.

**15. LITOCENCO, Ana. The investment activity of the joint stock companies from the Republic of Moldova.** În: Simpozionul Științific Internațional al Tinerilor Cercetători din 23-24 aprilie 2015, Volumul I, ediția a XIII-a, Academia de Studii Economice a Moldovei, pp.63-67, 0,36 c.a., ISBN 978-9975-75-748-5.



## ADNOTARE

### LITOCENCO Ana „Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”, teză de doctor în științe economice, Chișinău, Republica Moldova, 2024

**Structura tezei:** introducere, 3 capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 193 de titluri, 16 anexe, 126 de pagini de text de bază, 26 figuri, 31 tabele. Rezultatele obținute sunt publicate în 15 lucrări științifice.

**Cuvinte-cheie:** valori mobiliare de stat (VMS), deficit bugetar, datorie sustenabilă, finanțarea economiei, sursă de finanțare, risc de refinanțare, instrument financiar, atractivitate investițională.

**Scopul lucrării** constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice privind VMS și argumentarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora din perspectiva asigurării finanțării economiei Republicii Moldova.

**Obiectivele cercetării:** dezvoltarea abordărilor teoretice ale VMS din perspectiva finanțării economiei și din perspectiva investițională; cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia; definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței VMS; efectuarea diagnosticării situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniu; analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiei din contul VMS și măsurile întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora; cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora; evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE; determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS, emise pe piața internă a R. Moldova în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, adaptate de autor; validarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova în baza modelelor econometrice; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS autohtone, în baza relațiilor dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

**Noutatea și originalitatea științifică rezidă în:** stabilirea elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS; evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; adaptarea, de autor, a metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE în scopul determinării atractivității investiționale a VMS autohtone; determinarea, în baza metodologiei adaptate de autor, a nivelului de atractivitate investițională a VMS autohtone și a statelor analizate; argumentarea, prin intermediul a două modele econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova; elaborarea modelului de relații de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața R. Moldova.

**Rezultatul obținut ce contribuie la soluționarea problemei științifice importante** constă în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce determină promovarea aspectelor inovative de emisie a respectivelor instrumente financiare de către stat în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Semnificația teoretică** rezidă în aprofundarea fundamentării teoretice a aspectelor privind finanțarea economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice, implicit a VMS; abordarea VMS din perspectiva investițională și a finanțării economiei, cu elucidarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora; dezvoltarea conceptului de atractivitate investițională a VMS.

**Valoarea aplicativă** constă în: aplicarea metodologiei de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; identificarea, în baza modelelor econometrice, elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS; formularea recomandărilor privind sporirea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; argumentarea necesității utilizării rezultatelor cercetării de către diverse autorități și instituții autohtone.

**Implementarea rezultatelor științifice** a fost efectuată în cadrul Ministerului Finanțelor al R. Moldova, Băncii Naționale a Moldovei, Comisiei Naționale a Pieței Financiare, Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare și Academiei de Studii Economice a Moldovei, fapt confirmat prin certificate de implementare.

## АННОТАЦИЯ

**ЛИТОЧЕНКО Ана «Повышение инвестиционной привлекательности государственных ценных бумаг с целью финансирования экономики Республики Молдова», кандидатская диссертация по экономическим наукам, Кишинев, Республика Молдова, 2024 г.**

**Структура диссертации:** введение, 3 главы, общие выводы и рекомендации, 193 библиографических ссылок, 16 приложений, 126 страницы основного текста, 26 рисунков, 31 таблиц. Полученные результаты опубликованы в 15 научных статьях.

**Ключевые слова:** государственные ценные бумаги (ГЦБ), бюджетный дефицит, устойчивый долг, финансирование экономики, источник финансирования, риск рефинансирования, финансовый инструмент, инвестиционная привлекательность.

**Цель работы** состоит в разработке теоретико-методологических основ ГЦБ и обосновании необходимости повышения их инвестиционной привлекательности для обеспечения финансирования экономики Р. Молдова.

**Задачи исследования:** развитие теоретических подходов относительно ГЦБ с точки зрения финансирования экономики и инвестиционной перспективы; исследование особенностей рынка ГЦБ и выявление методологий определения уровня его развития; определение понятия инвестиционной привлекательности ГЦБ и выявление методов ее измерения, включая выявление связи между инвестиционной привлекательностью и развитием рынка ГЦБ; проведение диагностики текущей ситуации с финансированием экономики Р. Молдова посредством ГЦБ и их инвестиционной привлекательности, с выявлением проблем в этой сфере; анализ международной практики финансирования экономики по-средством ГЦБ и принимаемых мер по обеспечению их инвестиционной привлекательности; исследование местной практики обеспечения инвестиционной привлекательности ГЦБ и финансирования экономики Р. Молдова по-средством ГЦБ; определение уровня развития рынка ГЦБ Р. Молдова на основе методологии МБ, МВФ, ОЭСР и ЕБРР; определение уровня инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова, на основе методологии МБ, МВФ, ОЭСР и ЕБРР, адаптированной автором; обоснование взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова на основе эконометрических моделей; выявление и обобщение связей между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики, а также определение перспектив повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ выпущенных в Р. Молдова.

**Научная новизна и оригинальность заключаются в:** установлении определяющих элементов инвестиционной привлекательности ГЦБ; оценке уровня развития внутреннего рынка ГЦБ в Р. Молдова; адаптации методологии МБ, МВФ, ЕБРР и ОЭСР для оценки инвестиционной привлекательности отечественных ГЦБ; определении уровня инвестиционной привлекательности отечественных ГЦБ и анализируемых государств на основе адаптированной автором методологии; демонстрации, с помощью эконометрических моделей разработанных автором, взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова; определении модели взаимосвязи между развитием внутреннего рынка ГЦБ, инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики в условиях сохранения устойчивости внутреннего государственного долга; определении возможностей повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова.

**Полученный результат, способствующий решению важной научной задачи,** заключается в обосновании, с научно-методической точки зрения, аспектов повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ, на основе ее определяющих элементов, факт, который определяет продвижение инновационных аспектов выпуска этих финансовых инструментов государством в целях обеспечения финансирования экономики Р. Молдова.

**Теоретическое значение** состоит в: углублении теоретической обосновании аспектов финансирования экономики посредством инструментов государственного долга, а именно ГЦБ; подходе к ГЦБ с инвестиционной точки зрения и финансирования экономики, с выявлением необходимости повышения их инвестиционной привлекательности; разработке концепции инвестиционной привлекательности ГЦБ.

**Прикладное значение** состоит в: применении методологии оценки уровня развития внутреннего рынка ГЦБ в Р. Молдова; выявлении, с помощью эконометрических моделей разработанных автором, взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова; формулировании рекомендации относительно повышении инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова, на основе взаимосвязи между развитием внутреннего рынка ГЦБ, инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики в условиях устойчивости внутреннего государственного долга; аргументировании необходимости использования результатов исследований различными государственными органами и учреждениями.

**Внедрение научных результатов** осуществилось Министерством Финансов Р. Молдова, Национальным Банком Молдовы, Национальной Комиссией по Финансовому Рынку, Единым Центральным Депозитарием Ценных Бумаг Р. Молдова и Академией Экономических Наук Молдовы, что подтверждено актами внедрения.

## ANNOTATION

**LITOCENCO Ana „Increasing the investment attractiveness of government securities for financing the economy of the Republic of Moldova”, PhD thesis in economic sciences, Chisinau, Republic of Moldova, 2024**

**Structure of the thesis:** introduction, 3 chapters, general conclusions and recommendations, 193 bibliographic references, 16 appendices, 126 pages of basic text, 26 figures, 31 tables. The obtained results are published in 15 scientific papers.

**Keywords:** government securities (GS), budget deficit, sustainable debt, economy financing, financing source, refinancing risk, financial instrument, investment attractiveness.

**The purpose of the thesis** consists in developing the theoretical and methodological foundations regarding GS and rationalize the need in increasing their investment attractiveness, in order to ensure the financing of the Republic of Moldova's economy.

**The objectives of the research:** development of the theoretical approaches of GS from the perspective of economy financing and investment perspective; researching the peculiarities of the GS market and identifying the methodologies for determining its level of development; the concept of GS investment attractiveness and identifying the methodologies for its measurement, including the identification of the correlation between GS investment attractiveness and GS market development; carrying out the diagnosis of the current situation regarding financing the R. of Moldova's economy through GS and their investment attractiveness, with the identification of the problems in this field; analysis of international practices regarding the financing of the economy through GS and the measures taken to ensure their investment attractiveness; the research of local practices in ensuring the GS investment attractiveness and financing the economy of the R. of Moldova through them; assessment of the development level of the GS market in the R. of Moldova based on the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD; determining the investment attractiveness level of GS issued in the R. of Moldova based on the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD, adapted by the author; reflecting the interdependence between the investment attractiveness of GS and economy financing based on econometric models; identifying and generalizing the relationships between the GS investment attractiveness and the economy financing; identifying opportunities to increase the investment attractiveness of GS issued in the R. of Moldova.

**The scientific novelty and originality reside in:** establishing the determining elements of the GS investment attractiveness; assessment of development level of the local GS market in the R. of Moldova; adapting the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD in order to assess the GS investment attractiveness issued in the R. of Moldova; determining based on the methodology adapted by the author the GS investment attractiveness issued in the R. of Moldova and in the analyzed countries; proving, through two econometric models, elaborated by the author, the interdependence between the GS investment attractiveness and economy financing in the R. of Moldova; outlining a model of relationships between the GS investment attractiveness and economy financing in conditions of domestic state debt sustainability; identifying the opportunities for increasing the investment attractiveness of GS issued in the R. of Moldova.

**The result obtained, which contributes to the solution of the important scientific problem** consists in the backgrounding, from a scientific and methodological point of view, the aspects regarding the increase in the GS investment attractiveness, based on its determinant elements, a fact that determines promoting the innovative aspects of issuing these financial instruments (indexed, green and benchmark GS) for financing the economy of the R. of Moldova.

**The theoretical significance resides in** deepening the fundamentation of the theoretical aspects regarding the economy financing through the public debt instruments, mainly GS; conceptualizing the GS from the perspective of economy financing and investment perspective, highlighting the need in increasing their investment attractiveness; developing the concept of GS investment attractiveness.

**The applicative value consists in:** application of the evaluation methodology in determining the development level of the local GS market in the R. of Moldova; identifying, based on econometric models, elaborated by the author, the interdependence between the GS investment attractiveness and economy financing in the R. of Moldova via GS; formulating recommendations to increase the investment attractiveness of GS issued on the local market of the R. of Moldova based on the relations between the development of GS market, GS investment attractiveness and economy financing in conditions of domestic state debt sustainability; arguing the need to use the research results by various authorities and institutions.

**The implementation of the scientific results** was carried out within the Ministry of Finance of the R. of Moldova, the National Bank of Moldova, the National Commission of the Financial Market, the Single Central Depository of Securities and the Academy of Economic Studies of Moldova, fact confirmed by implementation certificates.

**LITOCENCO ANA**

**CREȘTEREA ATRACTIVITĂȚII  
INVESTIȚIONALE A VALORILOR MOBILIARE  
DE STAT ÎN SCOPUL FINANȚĂRII ECONOMIEI  
REPUBLICII MOLDOVA**

**522.01. FINANȚE**

Rezumatul tezei de doctor în științe economice

---

Aprobat spre tipar: 05.04.2024

Hârtie ofset. Tipar ofset.

Coli de tipar: 2.0

Formatul hârtiei: 60x84 1/16

Tiraj: 35 ex.

Comanda nr. 11

---

Serviciul Editorial-Poligrafic al  
Academiei de Studii Economice din Moldova  
mun. Chișinău, str. Bănulescu-Bodoni, 59, MD-2005