

IMPACTUL RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA EVOLUȚIEI PREȚULUI DE TRANZACȚIONARE – O ABORDARE ÎN CONTEXTUL CONTAGIUNII FINANCIARE

THE IMPACT OF FINANCIAL REPORTING UPON STOCK PRICES EVOLUTION – AN APPROACH BASED ON FINANCIAL CONTAGION

Ioan-Ovidiu SPĂTĂCEAN

*Faculty of Economics, Law and Administration, Finance and Accounting Department
Petru Maior University of Tîrgu-Mureș*

Nicolae Iorga, 1, Tîrgu-Mureș, 540088, MUREȘ county, ROMANIA

ovidiu.spatacean@ea.upm.ro

Abstract: În mod obișnuit, ne așteptăm ca raportările solicitate entităților cotate, în spiritul unor bune practici de guvernare corporativă, să influențeze prețurile de tranzacționare prin prisma percepției investitorilor asupra naturii și impactului evenimentelor sau tranzacțiilor raportate. Această lucrare abordează impactul pe care raportările financiare îl comportă asupra prețurilor de tranzacționare, în mod deosebit în condiții anormale de piață, definite recent prin sintagma de „contagiune financiară”.

Cuvinte cheie: raportare financiară, guvernare corporativă, investitori, asimetrie informațională, contagiune financiară.

Clasificare JEL: G14

Abstract: Typically, we expect that the reports required for listed entities, in the spirit of good corporate governance practices, are to influence trading prices through investors' perception upon the nature and impact of reported events or transactions. This paper addresses the impact that financial reports carry on trading prices, especially in abnormal market conditions, recently defined by the term of "financial contagion".

Keywords: financial reporting, corporate governance, investors, information asymmetry, financial contagion.

JEL Classification: G14

1 INTRODUCERE

Alvin Toffler (1995) remarca rolul din ce în ce mai important pe care îl joacă informațiile în stabilirea relațiilor de putere dintre indivizi: după perioadele în care dominația a fost asigurată în baza forței fizice și, ulterior, a celei a banilor, este rândul informațiilor pentru a clasifica oamenii în slabi și puternici. Afirmatia sa este mai mult decât actuală în domeniul gestiunii portofoliilor de instrumente financiare, unde, a deține informația cât mai rapid și a avea abilitatea de a o prelucra adecvat se traduce în a câștiga. În acest context, de multe ori, identificarea surselor de informare constituie una dintre activitățile cheie ale managerului de portofoliu [1].

Pornind de la această aserțiune, o sursă importantă de informare pentru fundamentarea procesului decizional în domeniul pieței de capital o constituie raportările financiare. Cunoașterea și evaluarea impactului raportărilor financiare asupra prețurilor de tranzacționare pe o piață reglementată de instrumente financiare, constituie un demers util pentru testarea reacției investitorilor actuali sau potențiali în legătură cu procesul de raportare financiară. Un asemenea demers ajută pentru a înțelege importanța pe care investitorii o acordă calității procesului de raportare financiară, modului de respectare de către emitenți a principiilor de guvernanță corporativă, precum și evoluției înregistrate în poziția și performanțele financiare ale entităților cotate.

1 INTRODUCTION

Alvin Toffler (1995) noted the increasingly important role played by information in establishing power relations between individuals: after periods when domination was provided by the physical force, and subsequently the money, now is the turn of information to classify people in weak and strong. His statement is more than current in portfolio management industry, where, to hold the information as quickly as possible and to have the ability to properly process it, equals to winning. In this context, in many times, identifying sources of information is one of the key activities of portfolio managers [1].

Based on this assertion, an important source of information for decision-making foundation in the capital market is the financial reporting. Knowledge and assessment of financial reporting impact upon trading prices on a regulated market of financial instruments constitute a useful approach to test the reaction of current or potential investors about the financial reporting process. Such an approach helps for understanding the importance that investors attach to the quality of financial reporting process, to the manner in which issuers comply to corporate governance principles, as well as to the observed evolution of financial position and performances of listed entities.

2 RELEVANȚA INFORMAȚIONALĂ A RAPORTĂRILOR FINANCIARE

Tendențele de liberalizare a pieței de capital din ultimele decenii au contribuit la creșterea volatilității și, în consecință, a crescut nevoia de informații ca mijloc de asigurare a stabilității financiare, s-a instalat o presiune pentru îmbunătățirea calității informațiilor disponibile din sectorul financiar prin formularea unor cerințe minime de furnizare a informațiilor [2].

Descoperirea și analiza informației necuprinse în prețul de tranzacționare este o activitate comercială supusă în mod egal competiției ca și celelalte activități de gestiune într-o economie de piață. Costurile ocazionate de căutarea și analiza informației noi, precum și predicția evoluției prețului de piață al titlului financiar trebuie să genereze o rentabilitate suficientă pentru a justifica efortul și resursele alocate [3].

2.1. Factori de influență în comunicarea financiară

Potrivit cadrului juridic aplicabil pieței de capital, emitenții de valori mobiliare au obligația de a furniza toate informațiile care ar putea avea efect asupra evaluării instrumentelor financiare, în mod deosebit informațiile de natură financiară, astfel încât să se asigure o protecție adecvată a intereselor investitorilor și să se mențină o piață ordonată de tranzacționare.

În aprecierea valorii informaționale a unei raportări financiare, trebuie avut în vedere categoria de utilizatori căreia i se adresează și scopul pentru care informația este utilizată. O informație are valoare prin prisma raportărilor financiare, dacă folosește

2 INFORMATION RELEVANCE OF FINANCIAL REPORTING

Liberalization trends of capital markets in recent decades have contributed to increased volatility and, subsequently, led to an increased need for information as means to ensure financial stability, installing a pressure to improve the quality of available information in the financial sector, by formulating minimum requirements to provide information [2].

Discovery and analysis of information not included in the trading price is a commercial activity subject to competition equally as other management activities in a market economy. Research and analysis costs regarding new information, as well as the prediction of a financial asset's market price evolution must generate a sufficient return to justify the effort and allocated resources [3].

2.1. Influencing factors in financial communication

According to the legal framework applicable for capital markets, issuers of securities are required to provide any information that could have an effect on the valuation of financial instruments, particularly financial information, in order to ensure adequate protection of investors' interests and to maintain an orderly trading market.

In estimating the information relevancy of financial reporting, one should consider the category of users for whom it is addressed and the purpose such information is used for. Information is valuable in terms of financial reporting, if the users rely on it

utilizatorilor în luarea de decizii care să conducă la rezultatele scontate [4].

De asemenea, în scopul fundamentării deciziilor de investiții pe piața de capital, informația financiară este evaluată în circumstanțe diferite și în raport cu gradul de relevanță dictat de impactul potențial semnificativ asupra prețului acțiunilor. Astfel, pentru a aprecia relevanța informațională a unei raportări financiare sunt avuți în vedere cel puțin următorii factori: natura evenimentului sau tranzacțiilor la care se referă raportarea financiară, adecvarea prezentării, credibilitatea și integritatea informației, inteligibilitatea necesară pentru a permite desprinderea unor concluzii rezonabile în legătură cu impactul potențial asupra prețului de tranzacționare, orizontul investițional și profilul de risc al investitorilor, precum și abilitățile de prelucrare și valorificare a oportunităților.

2.2. Dimensiuni informaționale care determină comportamentul investițional

În condițiile în care aproape orice informație poate fi utilă pentru investitori, obținerea și prelucrarea unora care ulterior s-au dovedit incorecte sau inutile pot fi generatoare de pierderi. În acest context, *asimetria de informații* constituie una dintre principalele cauze identificate și acceptate privind diferențele dintre câștigurile diferiților investitori. Astfel, chiar dacă se creează premisele ipotetice pentru ca niciun investitor să nu fie avantajat printr-o poziție privilegiată față de sursa primară de informații, chiar dacă se neglijează diferențele existente între capacitățile de procesare și

when fundamenting decisions leading to the expected results [4].

Moreover, for the purpose of fundamenting investment decisions on the capital market, financial information is valued in different circumstances and in relation with the degree of relevance dictated by the potentially significant impact upon stock prices. Thus, to assess the information relevance of a financial report there are taken into account at least the following factors: the nature of the event or transactions the financial reporting refers to, the adequacy of disclosure, the credibility and integrity of information, the intelligibility required to ensure reasonable conclusions concerning the potential impact upon the trading price, the investment horizon and the risk profile of investors, as well as the opportunity processing and revaluation skills.

2.2. Information dimensions which determine investment behavior

Given that almost any information can be useful for investors, obtaining and processing some information that later proved incorrect or unnecessary can generate losses. In this context, *information asymmetry* is one of the main identified and agreed causes regarding differences between earnings registered by different investors. Thus, even if one creates the hypothetical premises so that no investor will be favored by a privileged position in relation to the primary source of information, even if one neglects differences between the information processing and interpretation

interpretare a informațiilor, în realitate există grade diferite de informare, cel puțin din considerente obiective, precum acela că timpul alocat activității de procurare și interpretare a informațiilor variază în raport cu diferitele categorii de investitori [5]. În plus, informațiile disponibile, în mod deosebit cele de natură financiară, se referă în general la trecut, în condițiile în care decizia de investiție este formulată în raport cu anticipările mai mult sau mai puțin raționale ale investitorilor privind performanțele financiare viitoare. Existența unei asimetrii de informații între diverșii investitori care operează pe piața financiară favorizează posibilitatea apariției *selecției adverse* sau a *hazardului moral*. În domeniul piețelor financiare, o aplicație a teoriei selecției adverse o constituie emisiunea de acțiuni. În mod obișnuit, managerii au interesul de a emite acțiuni în momentele în care acestea sunt supraevaluate pe piață [6]. În aceste condiții, investitorul care achiziționează aceste acțiuni va fi dezavantajat, obținând o rentabilitate mai scăzută decât cea estimată în urma unei analize fundamentale riguroase. Explicația constă în faptul că prețul titlurilor va scădea la un moment ulterior celui de achiziție, în ipoteza de convergență a prețului la valoarea intrinsecă, o ipoteză fundamentală în teoria evaluării activelor financiare la echilibru. Conceptul de hazard moral poate fi regăsit în teoria piețelor de capital atunci când un investitor decide să achiziționeze acțiuni emise de o entitate cotată, pe baza indicatorilor de performanță istorici. Chiar dacă achiziția pare una profitabilă, este posibil ca în viitor comportamentul managementului și a celor însărcinați cu guvernarea să se modifice în sens

capabilities, in reality there are different degrees of information, at least from objective reasons, such as the time allocated for information acquirement and interpretation activities varies in relation to various categories of investors [5]. In addition, available information, particularly financial in nature, generally refers to the past, while the investment decision is made in relation to more or less rational investors' expectations regarding future financial performances. The existence of information asymmetry between various investors operating on the financial market favors the possibility of *adverse selection* or *moral hazard*. In financial markets, an application of the adverse selection theory is the issue of shares. Typically, managers have an incentive to issue shares at the times when they are market overvalued [6]. In these circumstances, any investor who purchases these shares will be disadvantaged, receiving a lower rate of return than expected following a rigorous fundamental analysis. The reason is that stock prices will fall at a later time of purchase, assuming convergence between price and intrinsic value, as a fundamental hypothesis in the theory of financial asset valuation under equilibrium conditions. The concept of moral hazard can be found in the theory of capital markets when an investor decides to purchase shares issued by a listed entity, on the basis of historical performance indicators. Even if the purchase seems to be a profitable one, it is possible that the future behavior of management and those charged with governance to alter in a negative manner, so that the shareholders may suffer a reduction of their own wealth [7].

negativ iar acționarii să înregistreze o reducere a propriei averi [7].

Asimetria de informații poate genera câștiguri anormale pentru anumiți investitori care sunt prezumați a avea acces la informații privilegiate. *Accesul la informații privilegiate* constituie o altă dimensiune care influențează semnificativ comportamentul investițional. Condiția esențială pentru verificarea anticipărilor formulate în acest context este aceea ca participanții la piață să interpreteze într-o manieră adecvată informațiile disponibile în piață, în caz contrar existând posibilitatea ca nivelul prețurilor de tranzacționare să nu se modifice semnificativ la data raportării. Un studiu efectuat pe un interval de 20 de ani, asupra unui eșantion format din 261 de societăți cotate pe piața americană, a relevat faptul că, în medie piața a anticipat corect variația rezultatelor înainte ca acestea să fie publicate. Pentru entitățile cu performanțe financiare slabe, cursurile de tranzacționare au înregistrat scăderi în lunile care au precedat anunțarea publică a rezultatelor financiare și invers, pentru societățile care au publicat rezultate favorabile, neanticipate de investitori. S-a constatat de asemenea că ajustarea cursului bursier a fost practic nesemnificativă după anunțarea publică a rezultatelor [8].

2.3. Reducerea asimetriei informaționale – un deziderat al eficienței informaționale

Pe o piață de capital eficientă cursul titlurilor reflectă ansamblul informațiilor care au dus la formarea lor și

Information asymmetry can generate abnormal returns for some investors who are presumed to have access to inside information. *Access to inside information* is another dimension that significantly influences investment behavior. The essential condition for verifying predictions made in this context is that market participants are to adequately interpret available information in the market, otherwise there is the possibility that the trading prices should not significantly alter on the reporting date. A study conducted over a period of 20 years, on a sample of 261 U.S. listed companies, revealed that, on average, the market correctly anticipated changes in outcomes before they are published. For entities with weak financial performances, stock prices have decreased in the months preceding the public announcement of the financial results and vice versa, for companies that have published favorable results, unanticipated by investors. Another conclusion was that stock price adjustment was practically insignificant after public announcement of the results [8].

2.3. Information asymmetry reduction – desideratum of information efficiency

In an efficient capital market stock prices reflect all the information that led to their formation and thus

astfel permit investitorilor să ia decizii optime în materie financiară. Investitorii sunt interesați de gradul de eficiență a pieței românești de capital deoarece vor obține informații în ce privește capacitatea lor de “a bate” piața. Doar o piață de capital cu un grad ridicat de eficiență informațională deține premisele de integrare în sistemul piețelor europene [9].

Posibilitatea obținerii unor câștiguri anormale sistematice, datorită capacității anumitor investitori de a efectua previziuni superioare calitativ asupra cursurilor bursiere infirmă ipoteza eficienței pieței de capital. În această situație, există un anumit număr de investitori care evaluează în mod incorect acțiunile, ceea ce explică cauza pentru care cursul bursier nu mai poate constitui un reper credibil pentru valoarea de piață a acțiunilor [10]. O posibilă explicație pentru incorecta evaluare a acțiunilor în condiții de ineficiență informațională o constituie asimetria informațională.

Cercetările empirice întreprinse în domeniul piețelor de capital relevă câteva *modalități de reducere a riscului de asimetrie informațională* prin implementarea unor politici de semnalizare, precum [11]:

- a) procentajul de participare a managerilor la capitalul societății. Pe măsură ce crește acest procentaj, valoarea companiei este mai mare deoarece managerii, fiind cei mai bine informați despre performanțele financiare, vor avea un interes ridicat să investească într-o afacere rentabilă (Leland și Pyle, 1977);
- b) utilizarea politicii de îndatorare ca instrument de semnalizare. Ross (1977) a ajuns la concluzia paradoxală că valoarea unei întreprinderi crește

allow investors to make optimal decisions in financial matters. Investors are interested in the effectiveness of the Romanian capital market as they will get information regarding their ability to "beat" the market. Only a capital market with a high degree of informational efficiency has the prerequisites of integration into European markets [9].

The possibility of obtaining systematic abnormal return, due to the ability of certain investors to make better quality forecasts on stock prices, invalidates the hypothesis of capital market efficiency. In this case, there is a certain number of investors that incorrectly assess financial instruments, which explains why the stock price can no longer be a reliable benchmark for the market value of shares [10]. A possible explanation for the incorrect stock assessment in terms of information inefficiency is the information asymmetry. Empirical research in the area of capital markets reveal some *ways to reduce information asymmetry risk* by implementing signal policies, such are [11]:

- a) participation percentage of managers in the entity's capital. As this percentage increases, the company's value is more consolidated because managers, as persons who are best informed about the financial performances, will have a high interest to invest in a profitable business (Leland and Pyle, 1977);
- b) use of debt policy as a signal instrument. Ross (1977) reached the paradoxical conclusion that an enterprise value increases with leverage. The relationship could be explained by the fact that a

odată cu creșterea gradului de îndatorare. Relația s-ar putea explica prin faptul că datoria financiară a unei companii constituie un mijloc eficient de a disciplina managerii și a reduce conflictul dintre aceștia și acționari. Ulterior, Flannery (1986) a fost preocupat de valoarea informativă a structurii datoriilor și a ajuns la o altă concluzie paradoxală conform căreia companiile rentabile sunt puternic îndatorate pe termen scurt. Logica ar fi aceea că doar companiile rentabile sunt capabile să plătească dobânzile și să ramburseze creditele pe termen scurt, în condiții de menținere a capacității de plată, în timp ce entitățile care înregistrează pierderi nu își asumă un asemenea risc. Practica recentă specifică mediului de afaceri autohton contestă această logică, oferind numeroase exemple în care managerii entităților confruntate cu dificultăți financiare recurg, în disperare de cauză la credite pe termen scurt, purtătoare de dobânzi ruinătoare.

- c) construcția politicii de dividend este un semnal puternic pentru comunitatea financiară, deoarece dividendul nu se reduce la un simplu transfer de numerar, cât mai degrabă vehiculează un flux de informații despre perspectivele financiare viitoare. Nu trebuie neglijate cazurile tipice de hazard moral în care managerii cedează tentației de a mări distribuțiile de dividende pe seama finanțării externe. O asemenea practică este favorabilă investitorilor care cedează acțiunile la un preț majorat artificial sau managerilor a căror

company's financial debt is an effective means to discipline managers and to reduce conflict between them and shareholders. Later, Flannery (1986) was preoccupied by the informative value of debt structure and reached a different paradoxical conclusion, according to which profitable companies are heavily indebted on a short term basis. The logic would be that only profitable companies are capable to pay interest and to reimburse short-term loans, in terms of maintaining the solvency features, while entities that suffer losses do not assume such risk. Recent practices that are specific to domestic business environment challenge this logic, providing many examples in which managers of entities facing financial difficulties use, in despair, short-term loans, bearing ruinous interest.

- c) the construction of dividend policy is a strong signal to the financial community, because the dividend is not reduced to a simple cash transfer, but rather convey a flow of information about financial prospects. One should not neglect typical cases of moral hazard when managers give in to temptation of increasing dividend distributions due to external financing. Such a practice is favorable to investors who sell shares at a price that is artificially inflated or to managers whose remuneration is determined by reference to market capitalization.
- d) financial information management can be an effective tool for signaling. In this sense, accounting policies and options, especially in

remunerații sunt stabilite în raport cu capitalizarea bursieră.

- d) modul de gestiune a informației financiare poate constitui un instrument eficient de semnalizare. În acest sens, politicile și opțiunile contabile, mai ales în situațiile în care sunt utilizate într-o manieră agresivă în scopuri de cosmetizare financiară, pot afecta semnificativ percepția investitorilor despre performanțele viitoare (Saada, 1993). De asemenea, furnizarea de informații previzionale comportă incidențe semnificative asupra valorii de piață a companiei, potrivit unor cercetări realizate de Penman (1980), Trueman (1986) sau Lev și Penman (1990). Majoritatea studiilor au pus în evidență faptul că publicarea voluntară de informații previzionale permit delimitarea companiilor care comunică "vești favorabile". S-a constatat, totuși, faptul că entitățile care nu publică informații previzionale nu sunt considerate, în mod automat, ca fiind lipsite de o comunicare adecvată. De asemenea, s-a observat că există o relație pozitivă între natura unei informații și data publicării sale, în sensul că entitățile au tendința să accelereze publicarea "veștilor favorabile" și să întârzie publicarea "veștilor nefavorabile". Reacția pieței este pe măsură: în timp ce entitățile care publică informațiile înainte de data prestabilită înregistrează o apreciere a cursului bursier, cele care le publică tardiv cunosc o scădere a valorii de piață, deoarece întârzierea este percepută

situații când ele sunt utilizate într-o manieră agresivă pentru scopuri cosmetice financiare, poate afecta semnificativ percepția investitorilor despre performanțele viitoare (Saada, 1993). De asemenea, furnizarea de informații previzionale comportă incidențe semnificative asupra valorii de piață a companiei, potrivit unor cercetări realizate de Penman (1980), Trueman (1986) sau Lev și Penman (1990). Majoritatea studiilor au pus în evidență faptul că publicarea voluntară de informații previzionale permit delimitarea companiilor care comunică "good news". It was found, however, that entities that do not publish forecast are not considered automatically as lacking of adequate communication.

It was also observed that there is a positive relationship between the nature of information and its publication date, in the sense that entities tend to accelerate the publication of "good news" and to delay publication of "bad news".

Market reaction is accordingly: entities that make public the information before the announcement day, record an increase in stock prices, while those publishing too late, experience a decrease of market value, since the delay is perceived as managers' attempt to "handle" the result.

Voluntary disclosure of information within signaling policies is only a partial solution to the information asymmetry problem, because in many cases, managers may be tempted not to publish certain information or to "shadow" the information before publication, if one

drept o încercare a managerilor de a “gestiona” rezultatul.

Divulgarea voluntară de informații în cadrul politicilor de semnalizare nu rezolvă decât parțial problema asimetriei informaționale, deoarece în numeroase cazuri, managerii pot fi tentați să nu publice anumite informații sau să le “fardeze” înainte de publicare, dacă se consideră că propriile interese pot fi afectate. În consecință, standardizarea raportărilor financiare se conturează drept o alternativă extrem de eficientă, cu atât mai mult cu cât o autoritate de normalizare precum IASB are competența să solicite ameliorarea calității raportărilor financiare, precum și o ținută etică adecvată din partea preparatorilor de situații financiare. Un alt răspuns la problema asimetriei informaționale îl constituie furnizarea de informații certificate de către un auditor extern independent, ale cărui servicii sunt menite să consolideze încrederea investitorilor în integritatea și credibilitatea procesului de raportare financiară, temperând conflictele de interese dintre acționari și management.

În concluzie, acceptăm opinia largă îmbrățișată de autori consacrați, potrivit căreia una din condițiile fundamentale pentru funcționarea corespunzătoare a unei piețe reglementate constă în standardizarea raportărilor financiare la nivelul membrilor participanți. Această standardizare este în măsură să permită o supraveghere adecvată a pieței atât din punct de vedere al stabilirii unei competiții loiale, cât și din punctul de vedere al asigurării siguranței și integrității pieței respective [12].

considers that their interests may be affected. Therefore, standardization of financial reporting is emerging as a very effective alternative, especially since a normalization authority such IASB has the power to seek to improve the quality of financial reporting, and to require appropriate ethical postures on behalf of financial statements’ preparers.

Another answer to the problem of information asymmetry is the provision of information certified by an independent external auditor, whose services are designed to enhance investors’ confidence in the integrity and credibility of financial reporting process, diminishing conflicts of interest that may arise between shareholders’ and management.

In conclusion, the authors accept the opinion widely embraced by acknowledged authors, according to which one of the fundamental conditions for the appropriate functioning of a regulated market is to standardize financial reporting for all participants. This standardization is to permit adequate supervision of the market both in terms of establishing a fair competition, and in terms of ensuring safety and integrity of that market [12].

3 DEMERSURI DE CERCETARE ȘI REZULTATE

Entitățile cotate care au făcut obiectul cercetării întreprinse în prezenta lucrare sunt cele cinci Societăți de Investiții Financiare, piloni reprezentativi ai industriei autohtone de administrare a investițiilor de portofoliu.

În scopul realizării acestui studiu de caz, demersurile de cercetare au fost canalizate asupra raportărilor financiare, constând în următoarele tipuri de evenimente: comunicarea rezultatelor preliminare, publicarea raportărilor interimare și a situațiilor financiare individuale sau consolidate sau comunicarea propunerilor privind distribuirea dividendelor. Cu toate acestea, nu neglijăm importanța raportărilor non-financiare efectuate de Societățile de Investiții Financiare, precum: comunicare privind majorarea pragului de deținere, publicarea unor hotărâri AGA, subscrierea de acțiuni în cadrul ofertelor publice primare de vânzare acțiuni, comunicare referitoare la litigii, schimbări în conducerea societății, ordonanțe CNVM de suspendare de la tranzacționare, sentințe judecătorești, raportări privind tranzacții efectuate de persoane inițiate, raportări privind depășirea pragului de 1% și raportări privind operațiunile de plasament constând în achiziții sau înstrăinări semnificative de active financiare. Impactul unor astfel de raportări non-financiare asupra prețurilor de tranzacționare poate comporta un caracter semnificativ iar evaluarea acestuia va face obiectul unor cercetări viitoare.

Pentru testarea impactului pe care l-au avut raportările

3 RESEARCH ACTIVITY AND RESULTS

The listed entities that have made the subject of the research conducted in this paper are the five Financial Investment Companies, as representative pillars of the domestic industry regarding investment portfolio management.

To achieve this case study, the research approach was focused over financial reporting, consisting of the following types of events: communication of preliminary results, publication of interim reports and individual or consolidated financial statements, and communication of proposals concerning dividend distributions. However, we do not neglect the importance of non-financial reporting issued by the Financial Investment Companies, such as: announcements regarding the increase of the holding limit, publication of GSM decisions, subscription of shares within initial public offerings, litigation announcements, changes in the company's management, trading suspension decisions issued by NSC, court orders, reports on transactions performed by insiders, reports on overcome the 1% threshold and reports on investment operations consisting of significant acquisitions or disposals of financial assets. The impact of such non-financial reports upon the trading prices can bear significant influence and its assessment will be subject to future research.

To test the impact of financial reports upon trading market price of shares issued by Financial Investment Companies, we analyzed price volatility in relation to significant financial reporting released during January

financiare asupra prețului de tranzacționare pe piață a 2006 - January 2012. Also, for the analyzed period we
 acțiunilor emise de Societățile de Investiții Financiare, a determined *correlation coefficients* between
 fost analizată volatilitatea prețului în relație cu transaction price variation and BET-C stock index
 raportările financiare semnificative efectuate în variation, to draw relevant conclusions regarding
 perioada ianuarie 2006- ianuarie 2012. De asemenea, în investors' perceptions of financial performance
 perioada analizată s-au determinat *coeficienții de* reported by the Financial Investment Companies, in the
corelație între variația prețului de tranzacționare și context of overall market evolution measured by such
 variația indicelui bursier BET-C, pentru a se desprinde stock index. The results were summarized in Table no.
 concluzii relevante referitoare la percepția investitorilor 1.
 asupra performanțelor financiare raportate de către
 Societățile de Investiții Financiare, în contextul evoluției
 de ansamblu a pieței măsurată prin indicele bursier.
 Rezultatele obținute au fost sintetizate în
 Tabelul nr. 1.

Tabel 1 – Analiza coeficienților de corelație/ Table 1 – Analysis of correlation coefficients

Categorie de raportare financiară/ Financial reporting category	SIF1 Banat Crisana	SIF2 Moldova	SIF3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia	Valoare medie/ Average
raportări financiare preliminare/interim financial reports	0,5846	0,6668	0,6904	0,7679	0,8314	0,7082
raportări financiare trimestrul I/ Q1 financial reports	0,7610	0,8030	0,8710	0,5180	0,9763	0,7859
raportări financiare semestriale/S1 financial reports	0,8435	0,9202	0,4733	0,9765	0,5720	0,7571
raportări financiare trimestrul III/Q3 financial reports	0,9741	0,9769	0,9632	0,7641	0,9017	0,9160
alte raportări financiare/other financial reports	0,8239	0,9324	0,9411	-0,1417	0,7260	0,6563
situații financiare anuale/annual financial statements	0,0291	0,2713	-0,5326	0,7364	0,3169	0,1642
situații financiare consolidate/consolidated financial statements	n.a.	-0,1006	0,9393	0,7201	n.a.	0,5196

Sursă: proiecția autorului/Source: author's projection

Pentru o analiză aprofundată a impactului For a thorough analysis of the impact associated to
 diferitelor categorii de raportări financiare asupra different categories of financial reports upon the
 volatilității prețului de tranzacționare s-a recurs la trading price volatility we proceeded for

determinarea valorilor medii înregistrate pentru determining average values recorded by the *amplitudinea de variație*, ceea ce permite o *amplitude of variation*, which allowed a financial ierarhizare a raportărilor financiare în raport cu reporting hierarchy in relation to the perceived importanța percepută din perspectiva investitorilor. importance from the investors' perspective. The Rezultatele obținute au fost sintetizate în Tabelul results were summarized in Table no. 2. nr. 2.

Tabelul 2: / Table 2 – Amplitudinea de variație a prețului ca rezultat al raportării financiare / Price variation amplitude as a result of financial reports

Categorie de raportare financiară/ Financial reporting cathegory	SIF1 (%) Banat Crisana	SIF2 (%) Moldova	SIF3 (%) Transilvania	SIF4 (%) Muntenia	SIF5 (%) Oltenia	Valoare medie (%)
raportări financiare preliminare/interim financial reports	6,78	4,38	9,19	4,84	6,00	6,24
raportări financiare trimestrul I/ Q1 financial reports	7,10	11,28	9,06	7,27	14,15	9,77
raportări financiare semestriale/S1 financial reports	8,67	6,12	7,50	11,82	5,06	7,83
raportări financiare trimestrul III/Q3 financial reports	17,43	18,45	8,77	6,86	10,57	12,42
alte raportări financiare/other financial reports	6,34	9,54	6,93	2,29	3,43	5,71
situații financiare anuale/annual financial statements	9,26	9,21	14,20	8,40	7,04	9,62
situații financiare consolidate/consolidated financial statements	9,30	1,11	8,09	4,26	n.a.	5,69

Sursă: proiecția autorului/Source: author's projection

Din analiza rezultatelor obținute se pot desprinde câteva *concluzii relevante* privind impactul raportărilor financiare asupra prețului de tranzacționare al acțiunile emise de Societățile de Investiții Financiare:

- 1) în cazul raportărilor financiare preliminare și interimare (trimestriale și semestriale), există o

Fom the analysis of results that have been obtained, we were able to draw some *relevant conclusions* regarding the impact of financial reporting upon market trading price of shares issued by Financial Investment Companies:

- 1) for preliminary and interim financial reports

corelație puternică între variația prețului de tranzacționare și variația indicelui bursier BET-C, valoarea medie a coeficienților de corelație fiind situată în intervalul 0,7082 – 0,9160. Această constatare reflectă faptul că investitorii acordă o importanță scăzută raportărilor financiare preliminare și interimare, fiind mai degrabă impulsionați de evoluția generală a pieței bursiere atunci când își fundamentează anumite decizii de investiții. Această ipoteză este verificată și în cazul altor raportări financiare (comunicate privind propunerea de distribuire a dividendelor) sau în cazul publicării situațiilor financiare consolidate, având în vedere faptul că valoarea coeficienților de corelație se încadrează în intervalul 0,7201 – 0,9411. Au fost observate două situații excepționale, unde corelația este de intensitate scăzută și sens negativ, respectiv SIF Muntenia (-0,1417) și SIF Moldova (-0,1006). Considerăm că aceste abateri constituie cazuri particulare, care nu pot schimba semnificativ concluzia general valabilă pentru celelalte Societăți de Investiții Financiare;

- 2) în cazul publicării situațiilor financiare anuale, valoarea medie a coeficientului de corelație nu este relevantă, întrucât acest coeficient înregistrează o plajă extinsă de valori, reflectând legături de intensitate scăzută (SIF Banat Crișana), medie (SIF Moldova, SIF Transilvania și SIF Oltenia) sau puternică (SIF Muntenia). Existența unei legături de intensitate scăzută sau medie poate confirma faptul că investitorii acordă o importanță mai ridicată analizei poziției și performanțelor

(quarterly and half), there is a strong correlation between trading price change and BET-C index variation, average value of correlation coefficients being observed within the range 0.7082 to 0.9160. This finding reflects the fact that investors attach less importance to preliminary and interim financial reports, being rather driven by the general trend of the stock market when they are to ground certain investment decisions. This hypothesis is verified with other financial reports (announcements on the proposal for distribution of dividends) or with the publication of consolidated financial statements, since the value of the correlation coefficients was in the range 0.7201 to 0.9411. We observed two exceptional cases, where the correlation was low in intensity and negative, respectively SIF Muntenia (-0.1417) and SIF Moldova (-0.1006). We believe that these deviations may be classified as special cases that can not significantly change the overall conclusion that applies to other Financial Investment Companies;

- 2) in case of annual financial statements' publication, the average value for the correlation coefficient is not relevant, since this coefficient registers a wide range of values, reflecting a low intensity connection (SIF Banat Crisana), a medium intensity connection (SIF Moldova, SIF Transilvania and SIF Oltenia) or a strong intensity connection (SIF Muntenia). The existence of a connection with low or medium

financiare descrise de situațiile financiare individuale, acționând în consecință, fără a manifesta impulsuri emotive cauzate de evoluția de ansamblu a pieței de capital (măsurată prin indicele bursier). Coeficienții de corelație determinați reflectă, în aproape toate observațiile efectuate, o legătură directă (sens pozitiv) între variația prețului de tranzacționare al acțiunilor emise de Societățile de Investiții Financiare și cea a indicelui bursier, creșterea intensității acestora punând în evidență un comportament al investitorilor în tandem cu evoluția generală a pieței. Obținerea unor coeficienți de corelație cu valoare negativă (SIF Transilvania) reprezintă situații accidentale, insignifiante, cu o probabilitate redusă de a invalida supoziția formulată anterior;

- 3) în ipoteza în care investitorii ar acționa într-o manieră independentă în raport cu evoluția pieței în ansamblu, preocupați fiind de performanțele și perspectivele financiare ale Societăților de Investiții Financiare, putem afirma că *raportările interimare trimestriale și raportările anuale au cauzat cea mai ridicată amplitudine de variație a prețului* (în medie 12,42% pentru T3; 9,77% pentru T1 și 9,62% pentru situații financiare anuale) în timp ce *raportările interimare semestriale și raportările preliminare au generat o amplitudine moderată de variație* (în medie 7,83%, respectiv 6,24%). Totuși, având în vedere valorile observate în cazul coeficienților de corelație, apreciem că amplitudinile de variație sunt explicate într-o măsură semnificativă pe seama fluctuațiilor de

intensity may confirm that investors allocate a higher importance to analysis of financial position and performance described by the financial statements and act accordingly, without manifestation of impulsive emotions caused by the overall evolution of the capital market (measured by a stock index). The calculated correlation coefficients reflect in almost all observations, a direct relationship (positive) between the variation of trading price of the shares issued by Financial Investment Companies and the stock market index, while the increase of its intensity highlights a certain type of investors' behavior harmonized with the market general trend. Obtaining negative correlation coefficients (SIF Transilvania) is equivalent to accidental and insignificant situations, with a low probability to invalidate the assumption made above;

- 3) under the assumption that investors would act in a manner that is independent from overall market changes, concerned about the financial performance and perspectives of the Financial Investment Companies, we may suggest that *quarterly interim reports and annual reports have caused the highest amplitude in the variation of stock prices* (average of 12.42% for T3, 9.77% for T1 and 9.62% for annual financial statements) while *half-yearly interim reports and preliminary reports have generated a moderate amplitude of variation* (average of 7.83% and 6.24%). However, given the

ansamblu în piață, respectiv de sentimentele investitorilor în contextul general al piețelor internaționale. O astfel de supoziție este ușor validată în contextul contagiunilor financiare specifice perioadei 2008-2011.

- 4) un *impact relativ scăzut asupra volatilității prețurilor a fost înregistrat în cazul raportărilor privind distribuirea de dividende* (în medie 5,71%), ceea ce pune în evidență o stare de „confort” din partea investitorilor în privința remunerării plasamentelor. Cercetările efectuate au relevat faptul că în perioada 2006-2010 rata de distribuție a dividendelor, deși a cunoscut fluctuații semnificative, s-a menținut la un nivel satisfăcător, înregistrând în medie următoarele valori: SIF1 (40%), SIF2 (43%), SIF3 (30%), SIF4 (62%) și SIF5 (48%). În consecință, se poate aprecia faptul că investitorii nu își modifică semnificativ așteptările privind rata de distribuție a dividendelor în cazul Societăților de Investiții financiare.
- 5) de asemenea, un impact scăzut asupra volatilității prețurilor a fost remarcat și în cazul *publicării situațiilor financiare consolidate* (în medie 5,69%). Gradul redus de relevanță informațională și implicit influența redusă a acestor raportări financiare în fundamentarea deciziilor de investiții pot fi explicate prin dificultățile inerente procesului de elaborare a situațiilor financiare consolidate în conformitate cu IFRS, dificultăți care au afectat semnificativ credibilitatea acestor raportări financiare.

Aceste rezultate pun în valoare faptul că *reacțiile*

observed values for correlation coefficients, we consider that the variation amplitudes are explained in a significant extent due to overall market fluctuations, respectively due to the investors' feelings in the general context of international markets. Such an assumption is easily validated in the context of financial contagion specific to 2008-2011 periods.

- 4) a *relatively low impact on price volatility was recorded in the case of reporting on dividend distribution* (a mean value of 5.71%), which reveals a state of "comfort" from the investors' perspective regarding the return of their financial investments. The conducted research has revealed that in the period 2006-2010 the pay-out ratio, although with significant fluctuations, remained at a satisfactory level, recording the following average values: SIF1 (40%), SIF2 (43%), SIF3 (30%), SIF4 (62%) and SIF5 (48%). Consequently, we may appreciate that investors do not significantly alter their expectations regarding the dividend distribution rate in case of Financial Investment Companies.
- 5) as well, a modest impact on price volatility was observed in the case of *publishing the consolidated financial statements* (average of 5.69%). The low level of information relevancy and thus the reduced influence of these financial reports in fundamenting investment decisions can be explained by the inherent difficulties associated to the process of preparing

investitorilor pot fi cauzate de impulsuri emotive și de efecte sezoniere specifice activității de tranzacționare, capabile să diminueze considerabil gradul de eficiență informațională a pieței prin alterarea deciziilor de investiții în raport cu principiile raționale specifice investitorilor instituționali.

5 CONCLUZII ȘI PERSPECTIVE

Bazându-se pe rezultatele cercetării întreprinse, putem aprecia faptul că *raportările financiare realizate de către Societățile de Investiții Financiare dețin un impact modest asupra volatilității prețurilor de tranzacționare.* În acest context, considerăm că o parte semnificativă a investitorilor individuali nu acordă atenția cuvenită parcurgerii adecvate a raportărilor financiare. În egală măsură, ne exprimăm convingerea că acest fenomen este parțial contracarat de acțiunile investitorilor instituționali, pentru care raportările financiare captează un grad adecvat de interes.

În privința raportărilor non-financiare, apreciem că această formă de comunicare favorizează comportamentul speculativ al investitorilor, din moment ce un astfel de comportament prevalează asupra fundamentării raționale a deciziilor de investire pe piața de capital. Volatilitatea prețurilor de tranzacționare este cauzată în esență de evenimente care nu constituie raportări financiare, dar mai ales de evoluția generală a piețelor internaționale de capital.

consolidated financial statements under IFRS, difficulties which have significantly affected the credibility of these financial reports.

These results outline that *investors' reactions can be caused by impulsive emotions and seasonal effects that are specific for trading activity, capable to significantly diminish the information effectiveness of market* by altering investment decision in relation to rational principles specific for institutional investors.

5 CONCLUSIONS AND PERSPECTIVES

Based on the results of the research undertaken, we may appreciate that *the financial reports issued by the Financial Investment Companies have a modest impact on trading prices' volatility.* In this context, we consider that a significant proportion of individual investors do not show appropriate care for an adequate study of financial reports. Equally, we are convinced that this phenomenon is partly countered by the actions of institutional investors, for which financial reports capture an appropriate level of interest.

As for non-financial reporting, we consider that this form of communication favors speculative behavior of investors, since such a behavior prevails over rational substantiation of investment decisions on the capital market. Trading prices' volatility is caused in substance by events that are not essentially financial reporting, especially by the general evolution of international capital markets.

Future research efforts shall be focused on testing

Demersurile viitoare de cercetare vor fi orientate în zona the impact of these reports upon evolution of
testării impactului pe care aceste raportări le comportă financial assets' trading prices.
asupra evoluției prețurilor de tranzacționare a
activelor financiare.

BIBLIOGRAFIE

- [1] Dragotă V., Dragotă M., Dămian O. A., Stoian A., Mitrică E., Lăcătuș C.M., Manațe D., Țătu L., Hândoreanu C., A., “*Asset Management*”, 2nd Edition, Economica Publishing House, Bucharest, 2009, p. 87, p. 88, pp. 90 -91.
- [2] Hennie van Greuning, Darrel Scott, Simonet Terblanche, “*International Financial Reporting Standards. A Practical Guide*” 6th Edition, World Bank, Washington DC, 2011, p. 30.
- [3] Stancu I., “*Finance. Financial Markets and Portfolio Management. Direct Investments and Their Financing. Enterprise Analysis and Financial Management*”, 4th Edition, Economica Publishing House, Bucharest, 2007, p. 212.
- [4] Duțescu A., “*Accounting information and capital markets*”, Economica Publishing House, Bucharest, 2000, p. 17.
- [5] Dragotă V., Dragotă M., Dămian O. A., Stoian A., Mitrică E., Lăcătuș C.M., Manațe D., Țătu L., Hândoreanu C., A., “*Asset Management*”, 2nd Edition, Economica Publishing House, Bucharest, 2009, p. 87, p. 88, pp. 90 -91.
- [6] Dragotă V., Ciobanu A., Obreja L., Dragotă M., “*Financial Management*”, Economica Publishing House, Bucharest, 2003, chapter 3.
- [7] Dragotă V., Dragotă M., Dămian O. A., Stoian A., Mitrică E., Lăcătuș C.M., Manațe D., Țătu L., Hândoreanu C., A., “*Asset Management*”, 2nd Edition, Economica Publishing House, Bucharest, 2009, p. 87, p. 88, pp. 90 -91.
- [8] Tulai H., “*Financial Markets*”, House of Science Publishing House, Cluj Napoca, 2004, p. 144.
- [9] Todea A., “*Investments. Selection and Financing Investment Projects. Financial Investments. Portfolio Management*”, House of Science Publishing House, Cluj Napoca, 2008, p. 162.
- [10] Dragotă V., “*Corporate Stock Valuation*”, Economica and IROVAL Publishing Houses, Bucharest, 2006, p. 54.
- [11] Malciu L. “*Demand and Offer of Accounting Information*”, Economica Publishing House, Bucharest, 1998, pp. 145-147.
- [12] Pană V. M., Fildan N., “*Transition and Regulated Competitive Markets*”, Economica Publishing House, Bucharest, 2001, pp. 75-79.