



TEZĂ DE DOCTORAT

REZUMAT

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRIILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

CONDUCĂTOR DE DOCTORAT:

Prof. Univ. Dr. Adriana TIRON-TUDOR

DOCTORAND:

Andra Maria ACHIM (căs. NAȘCA)

CLUJ-NAPOCA

2019

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Cuvinte cheie: calitatea raportărilor financiare, Standarde Internaționale de Raportare Financiară (IFRS), piața de capital, eficiență informațională, informativitatea prețurilor bursiere, sincronism, volatilitate idiosincratică

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

STRUCTURA TEZEI DE DOCTORAT

LISTA TABELELOR ȘI FIGURILOR

LISTA ABREVIERILOR

TERMINOLOGIE

INTRODUCERE **1**

CAPITOLUL I. CALITATEA RAPORTĂRILOR FINANCIARE – ASPECTE DEFINITORII, CONSIDERAȚII GENERALE, STADIUL CUNOAȘTERII ÎN DOMENIU **12**

1.1. Definirea și importanța calității raportărilor financiare **12**

1.2. Standardele de raportare și calitatea raportărilor financiare **14**

1.2.1. Considerații generale 14

1.2.2. Apariția și adoptarea IFRS la nivel european și în România 15

1.2.3. Impactul reglementărilor contabile asupra calității raportărilor financiare 22

1.2.3.1. Preocupări ale Organismelor internaționale în domeniul calității raportărilor financiare 22

1.2.3.2. Caracteristicile calitative ale informației contabile conform IASB/FASB 23

1.2.3.3. Concluzii generale ale studiului 29

1.3. Impactul adoptării IFRS asupra calității raportărilor financiare **30**

1.3.1. Aspecte generale ale efectelor cauzate de trecerea la raportarea conform IFRS 30

1.3.2. Cercetări cu privire la legătura dintre IFRS și calitatea contabilă 33

1.3.3. IFRS și modalitățile de măsurare a calității informației contabile 47

1.4. Metode de cuantificare a calității raportărilor financiare **51**

1.4.1. Managementul rezultatului 55

1.4.2. Recunoașterea la timp a pierderilor 57

1.4.3. Relevanța valorii 58

1.5. Modele de evaluare a valorii contabile a firmei în relație cu valoarea de piață **66**

1.5.1. Modelul de actualizare a dividendelor (Dividend Discount Model - D.D.M.) 66

1.5.2. Modelul veniturilor reziduale (Residual income model) 68

1.5.3. Modelul Ohlson 69

1.6. Concluzii **73**

CAPITOLUL II. DETERMINANȚI AI CALITĂȚII INFORMAȚIEI CONTABILE ȘI INFLUENȚA ACESTORA PE PIATA DE CAPITAL **77**

2.1. Aspecte generale privind determinanții calității informației contabile **77**

2.2. Puterea standardelor de audit și raportare financiară (SARS) **81**

2.2.1. Considerente generale 81

2.2.2. Factorii determinanți și legătura acestora cu SARS 82

2.3. Protecția investitorilor **88**

2.3.1. Considerente generale și modalități de cuantificare 88

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

2.3.2. Protecția investitorilor și sistemele legale	90
2.3.3. Protecția investitorilor și guvernanta corporativă	93
2.3.4. Protecția investitorilor și piața financiară	95
2.3.5. Protecția investitorilor, relevanța valorii și calitatea raportărilor financiare	102
2.4. Eficacitatea consiliilor corporatiste și protecția intereselor acționarilor minoritari	107
2.5. Concluzii	110
<i>CAPITOLUL III. EFECTUL REVELATOR AL PREȚURILOR ÎN CONTEXTUL CALITĂȚII INFORMAȚIEI CONTABILE</i>	<i>113</i>
3.1. Efectul revelator al prețurilor – aspect al eficienței piețelor financiare	113
3.2. Eficiența informațională a pieței de capital	116
3.3. Informativitatea prețurilor și legătura dintre piața de capital și activitatea economică reală	120
3.4. Datele contabile și eficiența informațională a piețelor financiare	125
3.5. Modalități de cuantificare a eficienței informaționale	131
3.5.1. Întârzierea încorporării informației în prețuri (Delay)	131
3.5.2. Sincronismul cursurilor bursiere	136
3.6. Determinarea întârzierii încorporării informației în prețuri pe piața de capital a României	143
3.6.1. Obiectivul și metodologia cercetării științifice	144
3.6.2. Rezultatele analizei	151
3.6.3. Concluziile studiului	155
3.7. Concluzii preliminare	157
<i>CAPITOLUL IV. CERCETARE EMPIRICĂ PRIVIND IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA INFORMATIVITĂȚII PREȚURILOR DE PE PIAȚA DE CAPITAL</i>	<i>160</i>
4.1. Introducere și motivație	160
4.2. Metodologia cercetării, datele și variabilele utilizate	163
4.3. Descrierea variabilelor de control	173
4.4. Rezultate empirice	177
4.4. Concluzii și limite ale cercetării	186
<i>CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECTII VIITOARE DE CERCETARE</i>	<i>189</i>
<i>REFERINTE BIBLIOGRAFICE</i>	<i>199</i>
<i>ANEXE</i>	<i>213</i>

INTRODUCERE

Criza financiară globală, împreună cu numeroasele scandaluri ce au afectat de-a lungul timpului entități renumite din întreaga lume, subliniază importanța standardelor internaționale de raportare financiară în prevenirea și evitarea greșelilor de management ale companiilor. Transparența sectorului privat este esențială și obligatorie pentru mediul de afaceri și poate fi menținută prin intermediul utilizării standardelor financiar-contabile de calitate. Această calitate însă nu este ușor de definit, deoarece percepția utilizatorilor informațiilor contabile este diferită, fiecare având propriile așteptări cu privire la informația furnizată de către companii.

Rezultatele de calitate ridicată prezentate de o companie furnizează o cantitate mai mare de informație cu privire la trăsăturile acelei companii, a performanței financiare a acesteia, ce sunt relevante în cazul unei decizii specifice luate de către un factor decizional. Dechow *et al.* 2010 consideră că există anumiți factori esențiali ce determină calitatea rezultatelor, aceștia fiind: caracteristicile firmei; practicile de raportare financiară; sistemele de guvernantă și control; auditorii; stimulentele pieței de capital; și factori externi, precum cerințele de capital, procesele politice, regulamentele fiscale și non-fiscale. Varietatea acestor factori determină complexitatea calității raportării financiare. Cadrele conceptuale ale IASB/FASB precizează că informația financiar-contabilă este relevantă doar dacă produce efecte semnificative în ceea ce privește procesul decizional al utilizatorilor acesteia.

Literatura arată că piețele financiare produc un impact asupra economiilor reale prin intermediul informației pe care factorii decizionali o extrag din prețurile de pe piața de capital și pe care o folosesc în ghidarea propriilor decizii și acțiuni (Bond *et al.*, 2012). În cazul companiilor, factorii decizionali reali sunt reprezentați de către echipele de management. Managerii pot învăța din evoluția prețurilor bursiere, deoarece chiar dacă ei sunt cei mai informați agenți din economie cu privire la situația companiei pe care o conduc, totuși acestora le poate lipsi o anumită informație cu privire la propria companie, informație care se află în posesia unor agenți externi ce activează pe piața de capital. Acesta este motivul pentru care informativitatea prețurilor bursiere este un subiect de mare interes pentru conducerea companiilor.

Conform cercetărilor empirice recente, calitatea informației contabile determinată la nivel statal este relevantă pentru toți utilizatorii acesteia. Tendința de creștere a globalizării piețelor financiare necesită informație financiară de o calitate din ce în ce mai ridicată, produsă în concordanță cu standarde puternice de audit și raportare financiară (Booakay *et al.*, 2013). De aceea, informația contabilă de calitate se dovedește a fi extrem de importantă pentru piețele de capital. Este interesant a surprinde modalitatea prin care calitatea informației contabile produce efecte asupra piețelor de capital, iar unul dintre modurile în care putem realiza acest lucru este reprezentat de determinarea impactului acesteia asupra informativității cursurilor.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Informativitatea prețurilor bursiere arată cantitatea de informație cu privire la rezultatele viitoare care este încorporată în respectivele prețuri (Durnev *et al.*, 2003). O măsură larg utilizată ce ajută la distingerea între tipurile de informație încorporată în prețuri (informație specifică firmei, respectiv informație cu privire la piață) este cea a lui Roll (1998), care folosește coeficientul de determinație R^2 din modelul de piață ca indicator al sincronismului prețurilor de pe piața de capital. O valoare scăzută a lui R^2 indică faptul că o cantitate mai mare de informație specifică firmei se regăsește în preț și, astfel, prețul este mai informativ. Cu cât R^2 este mai mare, cu atât este mai ridicat sincronismul prețurilor de pe piața de capital (titlurile se mișcă împreună, urmează mișcarea generală a pieței).

La momentul actual, nevoia existenței și implementării unui unic set de standarde financiar-contabile este în creștere, datorită comerțului și tranzacțiilor inter-statale tot mai numeroase. La nivel global, avem de-a face cu internaționalizarea atât a piețelor, cât și a politicilor aplicate, ceea ce creează nevoia unei armonizări internaționale a raportării financiare. Standardele Internaționale de Raportare Financiară cunosc o popularitate deosebită la nivel global, tot mai multe state alegând adoptarea și aplicarea acestora. La momentul actual, 150 de state din întreaga lume prezintă cerințe de aplicare a IFRS în cazul raportării companiilor listate pe piața de capital și în cazul companiilor financiare. Din cele 150 țări, un număr de 140 utilizează Standardele Internaționale de Raportare Financiară ca singurul set de standarde contabile globale. La nivelul Uniunii Europene, încă începând cu 1 Ianuarie 2005, orice companie listată pe o piață de capital își elaborează situațiile financiare conform cu IFRS. Prin urmare, având în vedere folosirea la scară largă a IFRS la nivel global, puterea acestora este extrem de importantă (SARS), deoarece numai având un set de standarde contabile puternice, clare, bine reglementate și înțelese de către utilizatori, se poate asigura eficiența aplicării acestora.

Contabilitatea este denumită ca fiind „limba afacerilor”, dar întrebarea care se pune este: „*Pot toți contabilii din întreaga lume să vorbească aceeași limbă?*” (Grossman, Smith & Tervo, 2013). Standardele contabile eficiente oferă investitorilor, dar și celorlalte categorii de utilizatori, posibilitatea de a avea acces la informație contabilă adecvată și de încredere. Prin implementarea standardelor IAS și IFRS, IASB caută să uniformizeze raportarea financiară de calitate din întreaga lume (Ball, 2006). Mai mult, IASB susține că elaborarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară are ca scop asigurarea unui set unic de standarde contabile de înaltă calitate care să ajute la eliminarea barierelor ce pot apărea în cazul corporațiilor ce doresc să aibă acces la piețele străine de capital și în cel al investitorilor, care caută oportunități de investiții la nivel internațional. Cu ajutorul IFRS-urilor, orice entitate își poate prezenta și elabora situațiile financiare pornind de la aceeași bază ca orice altă entitate din orice stat care aplică IFRS, compararea datelor financiare fiind mult mai ușoară decât în cazul aplicării unor standarde contabile diferite.

Eficiența prețului reprezintă un subiect central al teoriei financiare și este definită ca fiind modalitatea în care prețurile de pe piață oferă informații (sunt informative) cu privire la valoarea

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

activului tranzacționat. Economiiștii susțin deseori că eficiența prețului este dorită, deoarece prețurile de pe piață ghidează deciziile reale, cum ar fi, de exemplu, investițiile. Astfel, prețurile informative conduc la un proces decizional superior. Mai mult, eficiența prețului asigură eficiența reală (Bond *et al.*, 2012). Fama & Miller (1972) afirmă că o piață eficientă are o trăsătură foarte dorită, aceea că, în orice moment, prețurile de piață ale acțiunilor asigură semnale clare pentru alocarea resurselor, iar firmele pot lua decizii de producție și investiții. Deosebit de important este și efectul revelator al prețurilor, adică cantitatea de informație necunoscută anterior care este dezvăluită de prețurile bursiere și utilizată în procesul de luare a deciziilor de investiții.

Teoria piețelor eficiente este profund marcată de Eugene Fama, care prin articolul publicat în 1970, „Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, reușește să clarifice termenul de piață eficientă. Deși Fama nu oferă în mod direct o definiție a noțiunii de piață eficientă în articolul menționat, acesta este cel mai citat articol din domeniul finanțelor, aducându-i notorietate autorului și contribuind la câștigarea premiului Nobel de către acesta. Fama stipulează că: „O piață pe care prețurile reflectă *‘pe deplin’* și în permanență informația disponibilă este eficientă” (Fama, 1970: 383).

Motivația cercetării rezidă din necesitatea determinării impactului calității raportărilor financiare asupra informativității prețurilor de pe piața de capital. Deseori se vorbește despre calitatea raportărilor financiare și despre avantajele îmbunătățirii acesteia în scopul asigurării comparabilității informațiilor, îmbunătățirii transparenței informațiilor financiare, armonizării raportării interne și externe, creării unui limbaj contabil comun sau reducerii asimetriei informaționale (Pășcan & Țurcaș, 2012;), însă implicațiile sunt mult mai profunde și vaste. Raportarea financiară poate fi asociată cu termenul de comunicare. Raportarea financiară este un exercițiu practic de comunicare, nu doar un termen teoretic sau academic. Astfel, raportarea financiară de calitate, asigurată prin aplicarea standardelor IFRS, aduce beneficii întregii economii prin sporirea afacerilor internaționale, încurajarea investitorilor străini în a efectua investiții, creșterea fluxurilor de capital străin, dezvoltarea piețelor de capital. Cercetarea noastră își propune să răspundă la întrebarea dacă într-adevăr calitatea informației contabile are impact asupra modului de încorporare a informației specifice firmei în prețurile de pe piața de capital. Rezultatele arată că ipoteza conform căreia calitatea informației contabile influențează informativitatea prețurilor este adevărată. Aceste rezultate conțin implicații puternice pentru instituțiile de reglementare din domeniul contabil și furnizează dovezi clare că prețurile de pe piețele financiare sunt o sursă valoroasă de informație, în special pentru manageri și investitori. Prin cercetarea întreprinsă ne propunem să surprindem modul în care calitatea raportărilor financiare determină încorporarea informației specifice firmei în prețurile bursiere. Dorim să investigăm existența și natura legăturii dintre calitatea informației contabile și informativitatea prețurilor.

Totodată, putem afirma că unul dintre motivele datorită căruia ne-am angrenat în studierea acestei teme este dorința de a arăta legătura dintre piața financiară secundară și economia reală. Deseori,

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

întâlnim păreri conform cărora bursa este deconectată de la activitatea economică reală, de la ceea ce se întâmplă efectiv în cadrul firmelor, deoarece aceasta nu influențează în mod direct mediul intern al companiilor, fiind doar o piață secundară pe care se tranzacționează activele acestora. Acest lucru nu este însă adevărat, fapt deja demonstrat în literatură (Dow & Gorton, 1997; Bond *et al.*, 2012; Edmans *et al.*, 2017), piața financiară secundară având impact semnificativ asupra activității economice reale.

De asemenea, calitatea raportării financiare neavând o metodă unică de măsurare, prin studiul întreprins dorim să oferim noi perspective asupra modului în care aceasta poate fi cuantificată și exprimată. Pentru a surprinde calitatea raportărilor financiare utilizăm componente ale acestora (puterea standardelor de audit și raportare financiară, protecția investitorilor, eficacitatea consiliilor corporatiste, protecția intereselor acționarilor minoritari). Indicatorul agregat *Accountability* este tot un indicator al calității raportării financiare, de tip agregat.

Obiectivul principal al cercetării constă în determinarea impactului calității raportărilor financiare asupra gradului de eficiență informațională a pieței de capital. **Obiectivele secundare** sunt reprezentate de analiza legăturii dintre piața financiară secundară (bursa) și activitatea economică reală, surprinsă prin indicatorii calității raportărilor financiare, de studiul aprofundat al conceptelor de calitate a raportărilor financiare și a celui de eficiență informațională a pieței de capital, respectiv a informativității prețurilor. Mai mult, ne dorim să demonstrăm importanța deosebită a legăturii dintre cele două elemente pentru utilizatorii informației contabile, în special pentru managementul companiilor, care poate învăța din evoluția prețurilor de pe piața de capital, dar și pentru investitorii de capital.

Metodologia de cercetare cuprinde atât elemente calitative, cât și metode cantitative, empirice. În primul rând, am început cu studierea literaturii de specialitate și selectarea surselor relevante pentru analiza noastră. Această recenzie a literaturii are rolul de a releva stadiul actual al cunoașterii în domeniu și de a contura cadrul de desfășurare a cercetării noastre. Odată stabilite aceste aspecte, am continuat prin analiza empirică a legăturii dintre calitatea informației contabile și informativitatea prețurilor de pe piața de capital. Astfel, am estimat regresiile între aceste variabile, introducând variabile de control și am efectuat prelucrările statistice în programe econometrice precum Eviews 5.0 și Stata. Analiza legăturii dintre calitatea informației contabile și informativitatea prețurilor s-a efectuat cu ajutorul econometriei panelului, care prezintă o serie de avantaje comparativ cu analiza în cross-section sau cea a seriilor de timp, dintre care menționăm controlul heterogeneității neobservate și eliminarea problemei legate de omisiunea variabilelor. În analiza regresională, am determinat estimatorii prin metoda celor mai mici pătrate (OLS).

Printre metodele de cercetare utilizate se numără analiza documentelor, metoda comparativă, precum și metoda interpretativă. Analiza documentelor constă în parcurgerea literaturii de specialitate aferentă temei abordate, extragerea din aceasta a celor mai importante aspecte pentru

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

realizarea propriei noastre cercetări, studiul documentelor și cadrelor conceptuale publicate de către organismele internaționale de reglementare contabilă. Metoda comparativă permite prezentarea diferitelor rezultate ale studiilor analizate într-un mod inteligibil, cursiv, urmărind asemănările și deosebirile dintre acestea. Sursele informaționale utilizate cuprind cărți, articole științifice publicate în diverse jurnale și reviste de specialitate din domeniul economic, acte legislative și reglementări ale organismelor naționale și internaționale ce activează în domeniul contabilității.

Nu în ultimul rând, cercetarea contribuie la îmbogățirea literaturii de specialitate și ajută la o mai bună înțelegere a conceptului de calitate a informației contabile și a implicațiilor acestuia, în special a legăturii dintre calitatea raportărilor financiare și informativitatea prețurilor de pe piața de capital.

Pe parcursul lucrării folosim termenul de calitate a informației contabile ca echivalent al calității raportărilor financiare. Produsul final al contabilității este reprezentat de rapoartele financiare, iar din acest motiv calitatea informației contabile este considerată a fi similară cu cea a raportărilor financiare.

Capitolul I are ca scop clarificarea noțiunii de calitate a raportărilor financiare, prin prezentarea aspectelor definitorii ale acesteia, a modalităților de cuantificare și a relației cu adoptarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară. Acesta are un caracter teoretic și debutează cu prezentarea diferitelor perspective asupra calității raportării financiare, regăsite în literatura de specialitate, menționând faptul că aceasta nu este ușor de explicat, datorită lipsei unei definiții unanim acceptate. De asemenea, sunt prezentate modalitățile de cuantificare a calității raportărilor financiare, accentul fiind pus pe cele care reușesc să creeze o legătură între valorile contabile și cele de pe piața de capital. O mare parte a acestui capitol este dedicată relației dintre calitatea raportărilor financiare și Standardele Internaționale de Raportare Financiară. În ceea ce privește Standardele Internaționale de Raportare Financiară, este realizat și un scurt istoric al apariției și adoptării acestora la nivel european. Un accent deosebit se pune pe descrierea caracteristicilor calitative ale informației contabile în conformitate cu cerințele IFRS. În acest scop este realizat un studiu cu privire la reglementările IFRS în ceea ce privește calitatea informației contabile. Capitolul I continuă prin prezentarea stadiului cunoașterii în domeniu cu privire la impactul adoptării IFRS asupra calității raportărilor financiare. Sunt revizuite o serie de studii care prezintă atât avantajele, cât și dezavantajele adoptării IFRS și impactului acestora asupra calității raportărilor financiare. Revizuirea literaturii este departe de a fi una exhaustivă, deoarece studiile din acest domeniu sunt extrem de numeroase și variate. Scopul nostru este de a ne concentra asupra studiilor pe care le-am considerat a fi cele mai relevante pentru cercetarea noastră. Capitolul se încheie cu partea dedicată modelelor de evaluare a valorii contabile a unei firme, al cărei scop este acela de a sublinia relația existentă între valorile contabile și valoarea de piață a companiilor.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Capitolul II este dedicat factorilor determinanți ai calității informației contabile. Un accent deosebit este pus pe ideea că informația contabilă considerată a fi de calitate este determinată de o serie de factori interni și externi firmei, ce pot fi grupați în mai multe categorii. Conform Dechow *et al.* (2010), calitatea informațiilor contabile este influențată de către caracteristicile entității, practicile privind raportarea financiară, sistemele de guvernanză și de control, auditorii, stimulentele piețelor de capital, precum și de alți factori externi (politici, fiscali, legislativi, etc.). Multitudinea acestor factori determină complexitatea calității raportărilor financiare și cauzează greutate în definirea exactă a acestei noțiuni. Acest capitol se concentrează asupra a patru determinanți individuali ai calității informației contabile: puterea standardelor de audit și raportare financiară; protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste; și protecția intereselor acționarilor minoritari. Toți cei patru determinanți fac parte din raportul *Global Competitiveness Report 2014-2015* elaborat de Forumul Economic Mondial și sunt considerați a fi componentele indicatorului agregat *Accountability*, calculat ca medie ponderată a acestor indicatori individuali.

Capitolul III este axat pe studierea efectului revelator al prețurilor bursiere, a eficienței informaționale a pieței de capital și a legăturii dintre aceasta și calitatea informației contabile. Capitolul începe prin clarificarea noțiunilor de efect revelator al prețurilor, eficiență economică și eficiență informațională. Este subliniată legătura existentă între piața de capital și activitatea economică reală, legătură ce rezidă din faptul că dezvoltarea informațiilor de către firme prin intermediul rapoartelor financiare influențează cursurile bursiere ale acestora. Modul în care informația specifică firmei se încorporează în cursul bursier devine important atât pentru cei implicați direct în tranzacționarea la bursă, precum investitorii, cât și pentru management, care își poate lărgi sfera cunoașterii pe baza a ceea ce se întâmplă în cadrul pieței financiare.

Capitolul continuă prin prezentarea teoretică a definițiilor și formelor eficienței informaționale, cu scopul de a ne asigura înțelegerea conceptuală a acestei noțiuni. Eficiența informațională, deși este un subiect intens studiat, este totodată și unul extrem de sensibil, datorită complexității sale și a lipsei unei unice definiții. Existența eficienței informaționale este una dintre condițiile primordiale ale funcționării pieței de capital. Totodată, eficiența informațională are implicații atât la nivel macroeconomic, instituțiile statului fiind interesate de acest aspect, cât și la nivelul individual al fiecărui investitor de pe piața de capital.

În cadrul acestui capitol se prezintă relația dintre datele contabile și eficiența informațională a pieței de capital, după cum este demonstrată de studiile întreprinse în acest domeniu. Totodată, în ceea ce privește modalitățile de cuantificare ale eficienței informaționale am ales să prezentăm două dintre acestea, care se înscriu în sfera cercetării noastre. Cele două modalități de cuantificare sunt întârzierea încorporării informației în prețuri, respectiv sincronismul cursurilor bursiere. Viteza de încorporare a informației în prețuri este un subiect central al eficienței piețelor, datorită faptului că o piață eficientă este caracterizată ca fiind una în care prețurile activelor tranzacționate răspund în mod instantaneu sosirii unei noi informații (Lim & Hooy, 2010). Hou & Moskowitz

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

(2005) au dezvoltat o măsură care captează întârzierea medie cu care prețul bursier al acțiunii unei companii răspunde la informația de pe piață. Sincronismul prețurilor se referă la un fenomen de mișcare în tandem a prețurilor de pe piața de capital (Kun *et al.*, 2017). R^2 este cea mai larg acceptată metodă de măsurare a sincronismului (Patro & Gupta, 2016). Aceasta poate fi folosită atât pentru a cuantifica sincronismul la nivel de firmă, cât și la nivel de țară. Această metodă măsoară sincronismul prin corelarea prețurilor/rentabilităților bursiere individuale ale firmelor cu datele rentabilității globale a pieței de capital. Valorile mai mari ale lui R^2 indică un sincronism al prețurilor mai ridicat.

Acest capitol se încheie printr-un studiu realizat asupra modului de încorporare a informației în prețuri pe piața de capital a României. Prin acest studiu dorim să surprindem modalitatea în care cursul bursier răspunde la informația nouă disponibilă pe piață și să analizăm efectele adoptării IFRS asupra evoluției întârzierii prețului. Rezultatele obținute sugerează că trend-ul întârzierii prețului este ascendent, ceea ce înseamnă că prețul bursier răspunde cu o mai mare întârziere informației nou-apărute pe piață de-a lungul perioadei de analiză 2005-2014. Prin urmare, în cazul României, adoptarea standardelor IFRS îngreunează modul de încorporare a informației în preț. Acest studiu trebuie interpretat în mod individual și izolat, strict cu privire la piața de capital românească, în perioada de analiză.

Capitolul IV reprezintă partea empirică a acestei lucrări, în care studiem impactul calității raportărilor financiare asupra informativității prețurilor de pe piața de capital. În demersul nostru avem ca punct de plecare întrebarea de cercetare: „*Există legătură între calitatea raportărilor financiare și piața de capital?*”. Calitatea raportărilor financiare o cuantificăm prin intermediul a cinci indicatori: puterea standardelor de audit și raportare financiară (SARS), protecția investitorilor, eficacitatea consiliilor corporatiste, protecția intereselor acționarilor minoritari, respectiv indicatorul agregat *Accountability*. Acesta din urmă reprezintă media ponderată a celor patru indicatori menționați anterior. În ceea ce privește informativitatea prețurilor, utilizăm două măsuri ale acesteia: sincronismul prețurilor de pe piața de capital (Ψ_j) și variația specifică firmei ($\log(\sigma_{\varepsilon,j}^2)$). În eșantionul studiat am inclus 18 state dezvoltate care, la data analizei, folosesc Standardele Internaționale de Raportare Financiară. Prin această selecție dorim să ne asigurăm, pe cât posibil, că regimul contabil al întregului eșantion este similar, astfel încât diferențele rezultate la nivelul calității informației contabile să fie rezultatul altor factori instituționali prezenți în cazul acelor piețe, factori ce nu au legătură cu standardele contabile aplicate. Datele culese se întind de-a lungul perioadei Ianuarie 2004 - Decembrie 2015 (12 ani).

Capitolul continuă prin descrierea variabilelor de control utilizate și a regresiiilor estimate. În principal, analizăm mai multe regresii între variabilele dependente și variabilele exogene, de interes, alese ca indicatori ai calității raportărilor financiare. Variabila dependentă este, pe rând, reprezentată de sincronismul prețurilor bursiere, respectiv de variația specifică firmei. Estimatorii se obțin prin metoda celor mai mici pătrate (OLS). În cercetarea efectuată dorim să surprindem

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

efectele Crizei globale asupra variabilelor de interes, astfel că estimăm și modelele care conțin variabila dummy pentru criza financiară din anii 2007-2008, precum și efecte fixe pe timp. Rezultatele studiului confirmă ipoteza conform căreia calitatea raportărilor financiare influențează sincronismul prețurilor de pe piața de capital și încorporarea informației specifice firmei în aceste prețuri. Cu cât este mai ridicată calitatea informației contabile, cu atât sincronismul prețurilor de pe piața de capital este mai scăzut, iar cantitatea de informație specifică firmei înglobată în prețuri este mai mare.

Astfel, **firul roșu/logic al demersului de cercetare** poate fi sintetizat astfel: studierea literaturii de specialitate cu privire la calitatea informației contabile și adoptarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară; prezentarea determinanților calității informației contabile, ce vor fi ulterior utilizați în cercetarea empirică; prezentarea efectului revelator al prețurilor de pe piața de capital, în contextul legăturii directe dintre piața de capital (bursa) și activitatea economică reală; studierea informativității prețurilor bursiere, a eficienței informaționale a piețelor de capital și a măsurilor de cuantificare a acesteia, reprezentate de întârzierea încorporării informației în prețuri (delay), respectiv sincronismul prețurilor bursiere. Ambele modalități de cuantificare ale eficienței informaționale sunt ulterior folosite în construirea studiilor empirice. Relevarea stadiului cunoașterii în domeniu este urmat apoi de cercetarea empirică ce are ca rezultat cele două studii cuprinse în lucrare, dintre care cel de-al doilea, prezentat pe larg în capitolul IV, reprezintă partea empirică substanțială a acestei lucrări, prin care demonstrăm existența legăturii dintre indicatorii calității informației contabile și informativitatea prețurilor de pe piața de capital. Primul studiu, prezentat la finalul capitolului III, este axat pe determinarea evoluției întârzierii vitezei de încorporare a informației în prețuri pe piața de capital a României, înainte și după adoptarea IFRS. Cele două studii trebuie privite și interpretate în mod separat, scopul nostru nu a fost de a realiza o comparație între acestea, deoarece analizează aspecte diferite ale informativității prețurilor, în contexte diferite. Suntem de părere că, prin cercetarea acestei teme, reușim să aducem contribuții importante în ceea ce privește studiul calității raportărilor financiare în relație cu informativitatea prețurilor de pe piața de capital și să extindem literatura cu privire la valențele și influența raportărilor financiare.

Întreaga cercetare este realizată la **nivel macroeconomic**, deoarece indicatorii utilizați sunt calculați la nivelul fiecărui stat analizat.

Lucrarea se înscrie în sfera cercetării legăturilor dintre calitatea informației contabile și informativitatea prețurilor de pe piața de capital și subliniază importanța cunoașterii acestora atât pentru deținătorii de capital al firmelor, cât și pentru echipele de management ale acestora. Totodată, prezenta lucrare evidențiază rolul sistemului de reglementare contabilă (aplicarea IFRS) în determinarea tipului de informație ce se încorporează în prețul activelor tranzacționate pe piața de capital.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Întregul demers de cercetare contribuie la literatura de specialitate prin analiza efectuată asupra a unui număr considerabil de state dezvoltate care utilizează aceleași referențiale de raportare financiar-contabilă. Suntem de părere că înțelegerea și cunoașterea impactului calității raportărilor financiare asupra gradului de eficiență informațională a pieței de capital sunt aspecte care prezintă interes pentru orice investitor, manager și autoritate de reglementare din domeniul financiar-contabil.

SINTEZA CAPITOLULUI I.

CAPITOLUL I. CALITATEA RAPORTĂRILOR FINANCIARE – ASPECTE DEFINITORII, CONSIDERAȚII GENERALE, STADIUL CUNOAȘTERII ÎN DOMENIU

Termenul de calitate a raportărilor financiare nu are o definiție unică, larg acceptată. În literatura de specialitate putem găsi diverse definiții, care variază semnificativ între persoane fizice, proiecte, companii și organizații, în funcție și de scopul pentru care informațiile financiare urmează să fie utilizate. Pentru a avea un anumit grad de calitate, situațiile financiare trebuie să îndeplinească anumite criterii de calitate. Aceste criterii sunt declarate de către ambele cadre conceptuale emise de IASB și FASB, concluzionând că gradul înalt de calitate a informațiilor contabile se realizează prin aderarea la obiectivul și caracteristicile calitative ale informației financiare.

Calitatea situațiilor financiare este un indicator greu de cuantificat, deoarece aceasta nu poate fi observată direct, fiind bazată pe percepția utilizatorilor informațiilor financiare. Fiecare categorie de utilizatori are propriile așteptări și percepții cu privire la ce informații sunt utile și de calitate ridicată. Pe de o parte, potrivit lui Biddle *et al.* (2009), calitatea raportărilor financiare poate fi văzută ca precizia cu care rapoartele financiare transmit informații investitorilor de capital legate de fluxurile de numerar așteptate. Pe de altă parte, conform Elbannan (2011), calitatea raportărilor financiare se referă la măsura în care rapoartele financiare ale unei societăți comunică starea economică de bază și performanțele sale în timpul perioadei de măsurare. Referirea la poziția și performanța unei companii o regăsim și în definiția elaborată de Tang *et al.* (2008), care consideră calitatea raportărilor financiare ca fiind măsura în care situațiile financiare furnizează informații fidele despre poziția și performanța financiară a entității. O definiție general acceptată este menționată de Jonas & Blanchet (2000), care susțin că raportarea financiară de calitate este plină de informații financiare complete și transparente, care nu sunt concepute pentru a complica sau induce în eroare utilizatorii. Ceea ce putem observa din aceste definiții este faptul că toate leagă calitatea raportărilor financiare de informația furnizată de către companii prin rapoartele emise.

Rolul raportării financiare este complex și, în conformitate cu FASB, aceasta își propune să ofere utilizatorilor informații financiare și de altă natură, care împreună cu informațiile obținute din alte surse, să faciliteze funcționarea eficientă a pieței de capital și alocarea eficientă a resurselor limitate în economie.

Pentru a avea un anumit grad de calitate, situațiile financiare trebuie să îndeplinească anumite criterii de calitate. Aceste criterii sunt declarate de către ambele Cadre conceptuale emise de IASB și FASB, concluzionând că gradul înalt de calitate a informațiilor contabile se realizează prin aderarea la obiectivul și caracteristicile calitative ale informației financiare. Prin urmare,

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIETEI DE CAPITAL

caracteristicile calitative fundamentale ale informației contabile sunt considerate a fi *relevanța și reprezentarea fidelă*. Caracteristicile calitative fundamentale ale informației contabile nu sunt singurele prezentate în cadrele conceptuale ale IASB și FASB. Pe lângă acestea, apar caracteristicile calitative intensificatori (enhancing), acestea fiind: *comparabilitatea, verificarea, actualitatea/disponibilitatea și inteligibilitatea*.

În ceea ce privește relația dintre adoptarea IFRS și calitatea informației contabile, aceasta este, la rândul ei, un subiect de mare interes în literatura de specialitate. Studiile sunt efectuate atât la nivelul individual al țărilor, cât și la nivel global, unde sunt comparate statele între ele, pentru a surprinde cauzele și efectele diferențelor în ceea ce privește calitatea raportărilor financiare și a modului în care au fost adoptate și implementate standardele internaționale, în funcție de contextul specific național.

Majoritatea cercetărilor la nivel de companii este făcută în țările dezvoltate cu economii libere de piață. Relevanța aplicării IFRS în țările emergente sau în curs de dezvoltare este încă un subiect de mare interes pentru mediul academic, dar nu numai. Acest subiect încă nu a fost dezbătut suficient, studiile empirice în acest domeniu fiind încă la început de drum.

În ceea ce privește modul de măsurare a calității informației contabile, există diferite metode de determinare a nivelului calității raportărilor financiare. Nu există o măsură general valabilă a calității informației contabile, aceasta putând fi măsurată în funcție de caracteristicile mediului economic. Totuși, se apreciază că informația contabilă este de calitate atunci când aceasta este relevantă, de încredere, credibilă, inteligibilă și comparabilă. Cele mai des folosite metode în determinarea calității informației contabile sunt: managementul rezultatelor (earnings management), recunoașterea la timp a pierderilor (timely loss recognition) și relevanța valorii (value relevance).

Managementul rezultatului are loc atunci când managerii folosesc raționamentul în raportarea financiară și clasificarea tranzacțiilor astfel încât să altereze situațiile financiare, cu scopul inducerii în eroare a investitorilor actuali și potențiali în ceea ce privește performanța economică a companiei sau cu scopul influențării rezultatelor contractuale condiționate de obținerea unui anumit nivel al indicatorilor financiari (Healy & Wahlen, 1999). Totodată, managementul rezultatului reprezintă și un transfer de fonduri între perioade. Managementul rezultatului are, în general, două manifestări: netezirea rezultatului, respectiv manipularea rezultatului înspre prezentarea exclusivă de rezultate pozitive. Netezirea rezultatului este o formă specifică a managementului rezultatului, este o parte dintr-un întreg. Aceasta apare atunci când managerii întreprind acțiuni concrete de a reduce fluctuațiile rezultatului raportat al companiilor. Managementul rezultatului sau netezirea rezultatului sunt deseori utilizate pentru a măsura calitatea informației contabile, datorită impactului acestora asupra rezultatului raportat (Chin *et al.*, 2009; Liou & Yang, 2008 citați de Liu *et al.* 2011). Managementul rezultatului este definit de către

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Schipper (2005) ca fiind o intervenție cu scop specific în procesul raportării financiare externe. În ceea ce privește recunoașterea la timp a pierderilor, Ball *et al.* (2000) consideră că este de o importanță primordială recunoașterea pierderilor financiare în momentul în care ele apar, decât de a împrăștia efectele acestora pe mai multe perioade de timp, folosind tehnici de management al rezultatului.

Dintre metodele de cuantificare ale calității informației contabile, relevanța valorii este cea care se înscrie cel mai bine în sfera cercetării noastre, deoarece aceasta leagă rezultatele contabile ale companiilor de valorile acestora de pe piața de capital. Relevanța valorii este metoda prin care se realizează legătura dintre calitatea raportărilor financiare și piața de capital, prin utilizarea cursurilor și rentabilităților bursiere în relație cu rezultatul net sau valoarea contabilă a capitalurilor proprii. Relevanța valorii este în mod tradițional văzută ca sinonim al corelației ridicate cu datele de pe piață: cu cât datele contabile sunt mai corelate cu prețurile sau rentabilitățile bursiere, cu atât acestea au o mai mare relevanță a valorii

Raportarea financiară efectuată de către companii are ca scop furnizarea de informație relevantă pentru toți utilizatorii acesteia, însă poate în special pentru investitorii de pe piața de capital, care sunt extrem de preocupați de situația economico-financiară a companiilor. Aceștia își fundamentează deciziile de investiții pe informația înglobată în rapoartele financiare emise de companii. Prin urmare, relația dintre prețurile bursiere și datele contabile prezintă interes major pentru investitori, iar aceasta este cuantificată prin intermediul modelelor de evaluare a valorii. Prin urmare, înțelegerea modelelor de evaluare a valorii unei companii este deosebit de importantă pentru investitori, care astfel pot determina valoarea economică a oricărui activ prin actualizarea beneficiilor așteptate de-a lungul perioadei de proprietate asupra aceluși activ.

Acest capitol, prin complexitatea lui, tratează în mod conceptual termenul de calitate a raportărilor financiare, relația dintre aceasta și IFRS, mai exact modul în care adoptarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară influențează calitatea contabilă. Capitolul este vast, deoarece și termenul de calitate contabilă este intens studiat în literatura de specialitate, având diverse valențe, prezentând diferite modalități de cuantificare și fiind important în relație cu mai multe domenii, precum cel al pieței de capital. Este important de precizat că acest capitol ne ajută în prezentarea teoretică a ceea ce înseamnă calitatea raportărilor financiare și a înțelegerii acestui concept. Elementele teoretice dobândite de pe urma realizării acestei cercetări sunt folosite în capitolele următoare, în care restrângem sfera de cercetare și ne poziționăm mai exact în aria acestui domeniu. Considerăm că nu putem însă să ne alegem nișa de studiu fără a cunoaște întregul context a ceea ce dorim să studiem. Astfel, dintre articolele prezentate în acest capitol, doar câteva sunt studiate mai detaliat, în scopul găsirii unui răspuns la întrebarea de cercetare dacă această calitate a informației contabile produce vreun impact semnificativ asupra gradului de eficiență informațională a pieței de capital.

SINTEZA CAPITOLULUI II.

CAPITOLUL II. DETERMINANȚII AI CALITĂȚII INFORMAȚIEI CONTABILE ȘI INFLUENȚA ACESTORA PE PIAȚA DE CAPITAL

Produsul final al contabilității este reprezentat de rapoartele financiare, iar din acest motiv calitatea acestora este considerată a fi echivalentul calității contabile. Inexistența unei definiții generale unice a calității raportărilor financiare încurajează cercetătorii să studieze, propună și să valideze diferiți indicatori ai acesteia. În această lucrare utilizăm patru indicatori ai calității raportărilor financiare preluați din raportul elaborat de Forumul Economic Mondial intitulat *The Global Competitiveness Report 2014-2015*, reprezentați de: puterea standardelor de audit și raportare financiară (SARS); protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste și protecția intereselor acționarilor minoritari. Totodată, acești patru indicatori formează indicatorul agregat *Accountability*, acesta fiind, de asemenea, utilizat ca proxy pentru calitatea raportărilor financiare.

Puterea standardelor de audit și raportare financiară este influențată de o serie de factori, ce au fost analizați pentru prima dată la nivel global de către Boolaky, Krishnamurti & Hoque (2013). Rezultatele obținute arată că infrastructura instituțională, dezvoltarea pieței financiare și nivelul de educație și instruire, împreună, joacă un rol important în conturarea forței standardelor de audit și raportare financiară la nivelul fiecărei țări. Dacă reglementările contabile și de audit sunt slabe, fără putere, firmele pot alege să nu prezinte informațiile sau să manipuleze informația cerută de către diversele categorii de utilizatori ai acesteia (Boolaky, Krishnamurti & Hoque, 2013). Încă din 1983 Zysman susținea că o țară ce are o piață financiară dezvoltată necesită standarde de audit și raportare financiară puternice, în comparație cu orice altă țară ce are o piață financiară mai puțin dezvoltată.

Din studiile efectuate la nivel mondial reiese că puterea standardelor de audit și raportare financiară este influențată de o serie de factori, precum: gradul de dezvoltare al pieței de capital, nivelul de educație, expertiză și competența profesională a contabililor, prezența unui mediu adecvat de protecție a investitorilor.

Protecția investitorilor este definită ca fiind un factor instituțional cheie ce afectează alegerile unei firme în ceea ce privește politicile sale, precum drepturile de vot ale deținătorilor de capital și sistemul financiar (La Porta *et al.*, 2000). Totodată, aceasta este privită ca fiind în special reprezentată de protecția investitorilor externi oferită de către legile și regulamentele aplicate (Shleifer & Wolfenzon, 2002). Măsurarea protecției investitorilor diferă în funcție de sistemele legale naționale. Totodată, firmele din cadrul aceleași țări pot oferi grade diferite de protecție a investitorilor (Zhang *et al.*, 2017). Legea și calitatea aplicării sale sunt factori determinanți ai

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRIILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

drepturilor deținătorilor de capital și a modului în care aceste drepturi sunt protejate (La Porta *et al.*, 1998). Diferențele existente la nivelul protecției legale a investitorilor pot ajuta la explicarea motivelor ce duc la finanțarea și controlul atât de diferite ale firmelor din anumite țări.

Protecția investitorilor este deosebit de importantă în contextul asigurării calității raportărilor financiare. În momentul în care investitorii finanțează firmele, aceștia obțin, de obicei, anumite drepturi sau puteri ce sunt în general protejate prin legi și regulamente. Unele dintre aceste drepturi includ și accesul la prezentarea și dezvăluirea informațiilor contabile, ceea ce asigură investitorilor informația necesară pentru a putea să își exercite celelalte drepturi. În cazul lipsei protecției investitorilor sau existenței unui nivel scăzut al acesteia, actorii interni ai unei companii, managementul în special, și consiliile directoare, pot ascunde sau fura profiturile firmei prin manipularea cifrelor contabile.

Protecția investitorilor, pe lângă celelalte influențe majore pe care le are, influențează și dezvoltarea piețelor financiare. Când investitorii sunt protejați de riscul de expropriere, aceștia plătesc mai mult pentru titlurile de pe piață, determinând ca emiterea de acțiuni sau alte titluri să fie mult mai atractivă pentru antreprenori (La Porta *et al.* 2000b). Protecția investitorilor joacă un rol important în limitarea exproprierii și este, de asemenea, asociată cu evaluarea superioară a activelor unei companii. Protecția investitorilor contribuie la prevenția căderii cursului bursier, deoarece aceasta restricționează actorii interni ai unei companii în a stoca veștile rele și în a disimula fraudele. Legile ce guvernează domeniul firmelor listate la bursă îmbunătățesc drepturile investitorilor, deoarece firmele sunt obligate să dezvăluie informație financiară de calitate ridicată și să aibă o raportare transparentă pentru a reduce asimetria informațională dintre investitorii externi și interni.

Protecția investitorilor are implicații și la nivel de sincronicitate a cursurilor bursiere. Morck *et al.* (2000) analizează dacă corelația negativă rezultată între sincronismul cursurilor bursiere și produsul național brut pe cap de locuitor este datorată economiilor subdezvoltate care oferă o protecție scăzută a investitorilor, a drepturilor private de proprietate. *De ce protecția investitorilor poate afecta mișcările cursurilor bursiere?* Răspunsul la această întrebare este sintetizat în lucrarea elaborată de Morck *et al.* (2000), ale cărei rezultate arată că o mai bună protecție a drepturilor de proprietate privată în țările dezvoltate reduce sincronismul prețurilor bursiere. Cursurile de pe piețele de capital din țările cu venit ridicat au o sincronicitate mai scăzută decât cele din țările cu venit mai redus. Pe de altă parte, Jin & Myers (2006) sunt de părere că protecția investitorilor nu afectează sincronismul dacă companiile sunt transparente.

Cercetând literatura de specialitate, se poate afirma că între calitatea informației financiare și protecția investitorilor există o legătură directă pozitivă. Firmele din țările ce au o protecție ridicată a investitorilor prezintă o relevanță mai mare a valorii cifrelor contabile, în comparație cu firmele din țările al căror climat economic este caracterizat de o protecție scăzută a investitorilor.

SINTEZA CAPITOLULUI III.

CAPITOLUL III. EFECTUL REVELATOR AL PREȚURILOR ÎN CONTEXTUL CALITĂȚII INFORMAȚIEI CONTABILE

Acest capitol debutează prin descrierea modului în care prezentarea informațiilor de către firme influențează cursurile bursiere ale acestora. Un accent deosebit este pus pe explicarea efectului revelator al prețului și a importanței acestuia în procesul de luare a deciziilor de investiții de către manageri. Modul în care informația specifică firmei se încorporează în cursul bursier devine important atât pentru cei implicați direct în tranzacționarea la bursă, cât și pentru management, care are de învățat din ceea ce se întâmplă pe piața financiară. Concepția conform căreia piețele de capital sunt doar elemente colaterale ce nu afectează economia reală este eronată, fapt demonstrat de Bond *et al.* (2012). Aceștia susțin că trebuie tratată cu o foarte mare seriozitate ideea că piețele de capital au impact real asupra activității economice.

În acest capitol am realizat o prezentare a conceptului de eficiență informațională, prin intermediul definițiilor, formelor de eficiență și metodelor de cuantificare ale acesteia. Un loc deosebit am alocat prezentării relației dintre datele contabile și eficiența informațională a piețelor de capital, fiind în același timp conștienți de limitele demersului nostru datorate literaturii de specialitate extrem de vaste din acest domeniu. De asemenea, am efectuat un studiu asupra modului de încorporare a informației în prețuri pe piața de capital a României, dorind să surprindem impactul adoptării IFRS în relație cu aceste variabile.

Teoria piețelor eficiente susține că în situația în care piețele de capital sunt eficiente, se poate considera în orice moment că prețul activelor reflectă în întregime toată informația disponibilă. Deși eficiența piețelor este un subiect intens dezbătut de către cercetători, fiind publicate mii de articole până în acest moment, încă nu s-a ajuns la un consens asupra problemei eficienței piețelor de capital. Mai mulți cercetători susțin că eficiența perfectă este un termen abstract, în realitate nu există așa ceva (Campbell *et al.*, 1997; Lo, 2008; Lo & MacKinlay, 1999). Ei consideră că este mai corect a vorbi despre eficiența relativă. Aceasta este eficiența unei piețe măsurată prin comparație cu o altă piață. Cu alte cuvinte, este mai folositor să determinăm gradul de eficiență decât să testăm dacă o piață este sau nu eficientă. Printre factorii determinanți ai eficienței informaționale se numără gradul de deschidere al piețelor de capital către investitorii străini, schimbări ale cadrului de reglementare, adoptarea unui sistem electronic de tranzacționare, implementarea sistemului de limitare a prețurilor și apariția crizei financiare (Lim *et al.*, 2008). Acestor factori se mai alătură și protecția investitorilor, libertatea presei, investițiile străine de portofoliu și integrarea piețelor (conform Pleșoianu, 2015). În ceea ce privește relația dintre rezultatele contabile și cursurile bursiere, Ball & Brown (1968) sunt pionierii acestei analize. Ei stabilesc că eficiența pieței de capital este determinată de sursele adecvate de date, dintre care cea

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

mai importantă este cea reprezentată de rapoartele anuale ale companiilor, care dezvăluie rezultatul net anual al acestora. Astfel, datele financiare, împreună cu alegerea politicilor contabile, se dovedesc a fi de o importanță majoră în procesul de formare al prețurilor pe piața de capital.

În urma cercetării lucrărilor din domeniu, vedem că standardele contabile influențează în mod cert calitatea raportărilor financiare (Barth *et al.*, 2008; Bartov *et al.*, 2005). Astfel, ne așteptăm ca adoptarea standardelor contabile de calitate, cum IFRS sunt considerate a fi, să contribuie efectiv la creșterea calității informației contabile și să asigure o mai bună încorporare a acesteia în prețuri și un acces mai facil al utilizatorilor.

Eficiența informațională a pieței de capital în contextul calității raportărilor financiare poate fi cuantificată atât prin intermediul întârzierii încorporării informației în prețuri (Delay), cât și prin sincronismul prețurilor de pe piața de capital (R^2). O piață eficientă este caracterizată ca fiind una în care prețurile activelor tranzacționate răspund instantaneu sosirii unei noi informații pe piață (Lim & Hooy, 2010). Astfel, indicatorul *Delay* surprinde esența eficienței informaționale a piețelor de capital, respectiv cât de repede se încorporează informația nouă în preț. Sincronismul prețurilor are în vedere determinarea mișcării în tandem a cursurilor activelor de pe piața de capital. Acest sincronism se determină cel mai des prin intermediul coeficientului de determinare (R^2), care corelează prețurile/rentabilitățile individuale ale firmelor listate pe piața de capital cu datele rentabilității globale ale pieței. Cu cât valoarea lui R^2 este mai mare, cu atât sincronismul prețurilor bursiere este mai ridicat, iar informativitatea prețurilor este mai scăzută. Mișcarea în tandem a prețurilor presupune o cantitate mai mică de informație specifică firmelor încorporată în prețuri, acestea fiind influențate majoritar de informația cu privire la piață în general (market-wide information).

În ceea ce privește influența adoptării Standardelor Internaționale de Raportare Financiară asupra informativității prețurilor de pe piața de capital, părerile sunt împărțite. Susținătorii IFRS-urilor sunt de părere că acestea îmbunătățesc gradul de dezvăluire a informațiilor specifice firmelor, informații ce ajung mai ușor pe piață și sunt de un real folos investitorilor în procesul decizional. Astfel, cursurile activelor tranzacționate devin mai informative, iar sincronismul prețurilor scade.

Studiul realizat în cadrul acestui capitol își propune determinarea modului de încorporare a informației în prețuri pe piața de capital a României. Prin acest studiu dorim să analizăm viteza de reacție a cursului bursier la noua informație disponibilă de pe piață și să surprindem efectele adoptării IFRS asupra evoluției indicatorului *Delay*. Rezultatele obținute ne arată că, pe piața de capital românească, viteza de reacție a cursului bursier la noua informație disponibilă scade în urma adoptării IFRS. Prin urmare, adoptarea IFRS în România are un impact negativ asupra întârzierii încorporării informației în prețuri. Desigur, aceste rezultate trebuie interpretate și explicate în funcție de întregul context național.

SINTEZA CAPITOLULUI IV

CAPITOLUL IV. CERCETARE EMPIRICĂ PRIVIND IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA INFORMATIVITĂȚII PREȚURILOR DE PE PIAȚA DE CAPITAL

Criza financiară globală, împreună cu numeroasele scandaluri de la nivelul corporațiilor, subliniază relevanța standardelor contabile și de raportare financiară și a transparenței, ce servesc la prevenirea fraudelor și la evitarea greșelilor de management, asigurând o bună guvernare și menținând încrederea investitorilor și consumatorilor. O economie este bine servită de afacerile ce sunt conduse onest, în care managerii dau dovadă de practici etice în relațiile cu terții, fie ei statul, alte companii partenere sau publicul larg. Transparența sectorului privat este indispensabilă afacerilor. Aceasta poate fi asigurată prin folosirea standardelor, precum și prin practicile contabile și de audit care asigură accesul la informație în timp util (The Global Competitiveness Report 2014-2015, World Economic Forum). Astfel, puterea standardelor de audit și raportare financiară este o componentă importantă a transparenței. Aceasta este completată de celelalte elemente componente ale indicatorului denumit larg Accountability: protecția investitorilor, eficacitatea consiliilor corporatiste și protecția intereselor acționarilor minoritari.

Plecăm de la întrebarea de cercetare: „*Există legătură între calitatea raportărilor financiare și piața de capital?*”. Altfel spus, calitatea raportărilor financiare ale companiilor listate la bursă influențează cursurile bursiere ale acestora? Influența calității informației contabile asupra pieței de capital o studiem prin prisma modului în care aceasta afectează încorporarea informației specifică firmei în prețul acțiunilor. După cum menționăm deseori în lucrare, calitatea raportărilor financiare nu are o definiție general valabilă sau un mod de cuantificare unanim acceptat, astfel că, în cazul cercetării efectuate, am selectat patru indicatori ai acesteia: puterea standardelor de audit și raportare financiară (SARS), protecția investitorilor, eficacitatea consiliilor corporatiste și protecția intereselor acționarilor minoritari. Acești indicatori, precum și relațiile acestora cu ceea ce numim calitate a raportărilor financiare, vor fi prezentate în cele ce urmează.

Folosim două măsuri alternative ale informativității prețurilor de pe piață pentru a defini variabila dependentă: sincronismul prețurilor bursiere (Ψ_j) și volatilitatea idiosincronică ($\log(\sigma_{\varepsilon_j}^2)$). Argumentul central care stă la baza utilizării ambelor măsuri este că acestea nu sunt echivalente în măsurarea încorporării informației specifice firmei în cursurile bursiere. Li *et al.* (2014) demonstrează că cele două pot conduce la inferențe contradictorii, în special în cazul în care există corelație între riscul sistematic și variabila de interes, cum ar fi calitatea rezultatelor. Astfel, sincronismul prețurilor bursiere și volatilitatea idiosincronică nu trebuie privite ca fiind două măsuri interschimbabile.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Urmăm modelul elaborat de Morck *et al.* (2000) și dorim să distingem mișcările prețurilor datorate informației specifice firmei de cele datorate pieței în general.

Am analizat 18 țări dezvoltate în perioada Ianuarie 2004-Decembrie 2015 (12 ani). Toate țările analizate raportează conform Standardelor Internaționale de Raportare Financiară. Motivul alegerii doar a țărilor ce aplică IFRS este de a ne asigura că, pe cât posibil, regimul contabil al acestora este similar, astfel încât diferențele la nivelul calității informației contabile să fie rezultatul altor factori instituționali prezenți pe acele piețe, separat de standardele contabile aplicate.

Pentru a evita influențele cauzate de diferențele mari cross-sectional ce pot apărea asupra rezultatelor studiului, am restrâns baza de date doar la piețele dezvoltate. Acestea au un sincronism mai scăzut și variații specifice ale cursurilor datorate pieței mai reduse, în comparație cu piețele emergente (Morck *et al.*, 2000). Chiar și în cazul acestor piețe, acțiunile cu valori mai mici ale lui R^2 sunt mici, tinere și urmărite de puțini analiști (Kelly, 2014). Din acest motiv, eșantionul nostru include doar acele acțiuni din coșul unui indice bursier care au fost în mod continuu tranzacționate de-a lungul perioadei analizate (Ianuarie 2004-Decembrie 2015). Totodată, coșul indicelui bursier cuprinde doar acțiuni ale companiilor din sectoarele non-financiare. Companiile financiare au fost excluse deoarece acestea se supun unor reguli diferite de reglementare, iar indicatorii financiari ai acestora sunt diferiți de cei ai altor firme (Gaud *et al.*, 2003). Totodată, am observat că majoritatea studiilor recurg la această excludere a companiilor financiare, deoarece se consideră că indicatorii acestora se interpretează în mod diferit. Conform lui Fama & French (1992), excludem companiile financiare deoarece levierul ridicat ce este normal pentru acestea nu are același înțeles pentru firmele non-financiare, unde un levier ridicat indică mai degrabă un pericol.

Prin acest studiu dorim să analizăm relația dintre calitatea informației contabile și informativitatea prețurilor de pe piața de capital. Cu alte cuvinte, investigăm dacă informația contabilă de calitate are vreun impact asupra modului de încorporare a informației specifice firmei în prețul bursier. Raportarea financiară de calitate nu are o definiție unanim acceptată sau o metodă de măsurare general valabilă. În consecință, am selectat patru indicatori ai calității raportării financiare: puterea standardelor de audit și raportare financiară; protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste; și protecția intereselor acționarilor minoritari. Totodată, folosim indicatorul agregat *Accountability* ca variabilă a calității raportărilor financiare. Informativitatea prețurilor de pe piața de capital este măsurată prin intermediul sincronismului prețurilor și a variației specifice firmei. Cercetarea examinează rolul pe care calitatea informației contabile îl joacă în modul de încorporare a informației în prețuri în cazul unui eșantion de piețe dezvoltate de capital.

Cercetarea efectuată se înscrie în sfera cercetărilor empirice cu privire la legătura dintre calitatea informației contabile și informativitatea cursurilor de pe piața de capital. Indicatorii folosiți pentru a măsura calitatea informației contabile sunt: puterea standardelor de audit și raportare financiară; protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste; respectiv, protecția intereselor acționarilor minoritari. De asemenea, folosim variabila *Accountability* ca indicator agregat al

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

calității informației contabile. În ceea ce privește informativitatea prețurilor bursiere, utilizăm două măsuri ale acesteia: sincronismul cursurilor și variația specifică firmei.

Rezultatele noastre sunt similare cu cele la care ajung studiile ce surprind legătura dintre variația specifică firmei și funcționarea piețelor de capital. Astfel, acestea pot fi comparate cu cele la care ajung Morck *et al.* (2000), care găsesc o variație mai mare a prețului bursier datorată informației cu privire la firmă și un sincronism al prețurilor mai scăzut în economiile unde drepturile investitorilor sunt mai bine protejate.

În urma testării regresiiilor dintre sincronismul prețurilor bursiere și diferitele variabile folosite pentru a măsura calitatea raportărilor financiare putem concluziona următoarele:

- sincronismul cursurilor este mai scăzut atunci când protecția investitorilor este mai ridicată. În acest caz, cursurile bursiere prezintă un nivel mai ridicat de informație specifică firmei.
- sincronismul cursurilor este mai scăzut atunci când puterea standardelor de audit și raportare financiară este mai ridicată. Standardele de audit și raportare financiară puternice determină încorporarea într-o manieră mai eficientă a informației specifice firmei în prețurile bursiere ale acesteia.
- sincronismul cursurilor este mai scăzut atunci când eficacitatea consiliilor corporatiste este mai înaltă. Eficacitatea consiliilor corporatiste contribuie la creșterea gradului de informație specifică firmei ce se încorporează în prețurile bursiere ale acesteia.
- când drepturile acționarilor minoritari sunt bine protejate, sincronismul cursurilor scade, informația specifică firmei fiind într-o măsură mai mare încorporată în prețuri.
- sincronismul cursurilor este mai scăzut atunci când calitatea informației contabile este mai ridicată. Calitatea informației contabile afectează încorporarea informației specifice firmei în prețurile bursiere, în sensul că odată cu îmbunătățirea calității informației contabile crește și nivelul de informație specifică firmei încorporată în cursurile de pe piața de capital. Mai mult, în situația în care există standarde de audit și raportare financiară puternice, are loc o îmbunătățire a procesului de încorporare a informației specifice firmei în prețurile bursiere, în sensul că această informație se încorporează mai repede (la timp) în prețurile de pe piața de capital.

În ceea ce privește legătura dintre volatilitatea idiosincronică și indicatorii calității informației contabile, aceasta se dovedește a fi o legătură directă pozitivă, în sensul că indicatorii calității raportărilor financiare au un efect pozitiv asupra încorporării informației specifice firmei în prețul acțiunilor acesteia. Cu cât calitatea raportărilor financiare este mai ridicată, cu atât gradul de informație specifică firmei ce se încorporează în curs este mai mare. În cazul testării folosind OLS, coeficienții tuturor variabilelor sunt pozitivi și semnificativi la un prag de 1%, cu excepția coeficientului variabilei eficacitatea consiliilor directoare, care este nesemnificativ. Prin urmare, atunci când puterea standardelor de audit și raportare financiară, protecția investitorilor, protecția

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

intereselor acționarilor minoritari sunt ridicate, cantitatea de informație specifică firmei încorporată în cursurile bursiere este mai mare.

Pe baza datelor de pe 18 piețe dezvoltate de capital, rezultatele obținute demonstrează că ipoteza conform căreia calitatea raportărilor financiare influențează mișcările prețurilor titlurilor de pe piața de capital este adevărată. Prin urmare, calitatea informației contabile are impact asupra încorporării informației specifică firmei în cursul bursier. Cu cât calitatea informației financiare este la un nivel mai înalt, cu atât mai multă informație specifică firmei se încorporează în cursul bursier, respectiv cu atât mai scăzută e sincronismul prețurilor de pe piața de capital.

Aceste rezultate prezintă importanță în special pentru managementul companiilor și pentru instituțiile de reglementare din domeniul financiar-contabil. Efectele reale ale piețelor financiare determină managementul companiilor să acorde o atenție sporită mișcărilor de pe piețele de capital și să învețe din ceea ce se întâmplă pe acestea, din cursurile bursiere ale titlurilor ce aparțin companiilor pe care aceștia le conduc. Instituțiile de reglementare din domeniul financiar-contabil pot învăța din efectele pe care calitatea informației contabile le are pe piața de capital, în sensul că pot face eforturi pentru a aplica și a menține la un nivel înalt Standardele Internaționale de Raportare Financiară și Standardele Internaționale de Audit, deoarece acestea sunt cele care asigură un anumit nivel al calității raportării financiare la nivel de țară.

CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

Această lucrare reprezintă un mic pas înspre o mai bună înțelegere a calității raportărilor financiare și a importanței acesteia în raport cu piața de capital, cu procesul de formare și de evoluție a cursurilor bursiere.

Prezenta lucrare contribuie la extinderea literaturii empirice asupra problemei calității raportărilor financiare prin explorarea relației acesteia cu informativitatea cursurilor bursiere. Acest teren nu este încă pe deplin bătătorit, studiile empirice, cel puțin din cunoștințele noastre, fiind destul de limitate ca număr. De asemenea, studiul nostru aduce contribuții în ceea ce privește importanța aplicării Standardelor Internaționale de Raportare Financiare, considerate a fi un set de standarde de calitate înaltă, și a modului în care aceste standarde au impact asupra informativității prețurilor de pe piața de capital. Cercetarea noastră se înscrie în sfera cercetărilor asupra modului în care transparența și dezvăluirea informațiilor financiare ale companiilor influențează informativitatea prețurilor bursiere. Astfel, contribuim și la lărgirea imaginii de ansamblu asupra informativității cursurilor bursiere în statele dezvoltate, urmând demersurile efectuate de Morck *et al.* (2000), Jin & Myers (2006) și Fernandes & Ferreira (2009).

În contextul armonizării și convergenței contabile, precum și al globalizării piețelor de capital, formarea unei imagini de ansamblu despre calitatea raportărilor financiare și a impactului acesteia asupra economiei reale reprezintă un demers necesar și util. Existența cauzalității între calitatea raportărilor financiare și eficiența informațională a prețurilor de pe piața de capital are implicații pentru mai multe categorii de utilizatori ai informației contabile. În primul rând, aceasta prezintă importanță deosebită pentru managementul companiilor, care poate afla noi aspecte din evoluția cursurilor bursiere ale companiilor pe care aceștia le conduc. În al doilea rând, relația dintre calitatea raportărilor financiare și piața de capital este utilă organismelor de reglementare în domeniul financiar-contabil, care pot trage concluzii din efectele pe care le produce calitatea informației contabile și, astfel, pot face eforturi în direcția aplicării și menținerii la nivel înalt calitativ al Standardelor Internaționale de raportare Financiară și al Standardelor Internaționale de Audit, deoarece aceste standarde asigură un anumit nivel al calității raportărilor financiare. Mai mult, efectele reale ale piețelor financiare determină managementul companiilor să acorde o atenție sporită mișcărilor de pe piețele de capital și să învețe din ceea ce se întâmplă în cadrul acestora, prin intermediul evoluțiilor cursurilor bursiere.

Totodată, se consideră că standardele IFRS pun un accent deosebit pe dezvăluirea informațiilor de către companii și sunt mai orientate înspre piața de capital, în comparație cu standardele contabile locale aplicate de diferite state (Ding *et al.*, 2007). Prin urmare, aceste aspecte determină creșterea transparenței și îmbunătățirea calității raportărilor financiare. Standardele Internaționale de Raportare Financiară sunt considerate a fi un set de standarde ce contribuie la îmbunătățirea calității raportării financiare și la creșterea cantității de informație dezvăluită publicului de către

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

companiile ce le aplică. Astfel, este de așteptat ca aceste avantaje ale aplicării IFRS să producă beneficii importante pe piața de capital, care, la rândul lor, să conducă la creșterea volumului de informație specifică firmei ce se încorporează în prețuri.

Calitatea raportărilor financiare poate fi definită în multe moduri, neavând o unică definiție, iar unul dintre acestea se realizează prin intermediul caracteristicilor informației contabile. Din studiul realizat asupra documentelor-cadru emise de IASB și FASB, se poate concluziona că există două categorii distincte în care sunt grupate caracteristicile calitative ale informației contabile: caracteristici fundamentale, respectiv caracteristici intensificatorii (enhancing). Caracteristicile fundamentale includ relevanța și reprezentarea fideră, iar cele intensificatorii sunt compuse din comparabilitate, verificare, actualitate și intangibilitate. Aceste caracteristici sunt importante, deoarece stau la baza cuantificării calității informației contabile. Pornind de la aceste trăsături ale informației contabile, s-au dezvoltat diferite modele de evaluare a calității raportării financiare, printre care, conform van Beest *et al.* (2009), se numără și modelele bazate pe caracteristicile calitative ale informației, care analizează calitatea raportării financiare din punct de vedere al utilității acesteia în scopul luării deciziilor economice. Nu există o măsură general valabilă a calității informației contabile, aceasta putând fi măsurată în funcție de caracteristicile mediului economic. În urma analizei literaturii de specialitate se poate observa că cele mai des folosite metode în determinarea calității informației contabile sunt: managementul câștigurilor (earnings management), recunoașterea la timp a pierderilor (timely loss recognition) și relevanța valorii (value relevance).

În luarea deciziilor de investiție, actorii de pe piața financiară recurg la realizarea unor estimări și previziuni în ceea ce privește evoluția viitoare a titlurilor de care sunt interesați, în particular, dar și asupra evoluției de ansamblu a pieței, în general. La baza acestor estimări stau situațiile financiar-contabile emise periodic de către societăți, motiv pentru care calitatea acestor raportări devine o necesitate din ce în ce mai stringentă. Totodată, acesta este și unul dintre factorii care au dus la apariția și îmbunătățirea standardelor contabile la nivel internațional în ultimele decenii, precum și eforturile îndreptate în sensul convergenței standardelor naționale către standardele comunitare în domeniul contabilității. În aceste condiții, se observă legătura strânsă dintre buna funcționare a pieței financiare, calitatea raportărilor contabile și corectitudinea previziunilor care se realizează prin utilizarea unor modele econometrice. Astfel, se justifică preocuparea tot mai intensă în a cuantifica impactul calității informației contabile asupra eficienței informaționale a pieței de capital.

Calitatea informației contabile este determinată de factori interni și externi firmei. Soderstrom & Sun (2007) realizează un cadru schematic al determinantilor calității informației financiare care include: sistemul legislativ și cel politic; standardele contabile; piața de capital; structura capitalului; proprietarii de capital; sistemul fiscal. Noi am ales să ne concentrăm asupra a patru determinanți individuali ai calității informației contabile, conform raportului *Global*

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Competitiveness Report 2014-2015: puterea standardelor de audit și raportare financiară; protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste; și protecția intereselor acționarilor minoritari.

Legătura dintre piața de capital și activitatea economică reală este demonstrată de cercetările din domeniu (Hayek, 1945; Miller & Bahnson, 2002; Bond *et al.*, 2012; Edmans *et al.*, 2017). Piețele financiare sunt intens analizate, însă întrebarea care apare conform lui Bond *et al.* (2012) este următoarea: „*Este piața de capital doar un aspect colateral sau afectează activitatea economică reală?*”. Într-adevăr, acesta este o întrebare interesantă al cărei răspuns are implicații majore în ceea ce privește importanța încorporării informației în prețurile de pe piețele de capital. Hayek (1945) este de părere că decidenții reali ai companiilor află informații noi din prețurile de pe piața de capital, pe care apoi le folosesc în procesul de luare a deciziilor economice. Piața de capital este locul în care se întâlnesc mulți speculatori ce dețin fiecare bucăți de informație diferită și doresc să profite de pe urma acestora. Prețurile înglobează aceste piese diferite de informație și, în final, reflectă o evaluare clară a valorii firmei. Decidenții reali, precum managerii, investitorii, clienții, angajații, învață din această informație și o folosesc în luarea propriilor decizii, afectând în cascadă cash-flow-urile și valorile companiilor. Astfel, piața de capital are impact asupra activității economice reale prin transmisia de informație (Baumol, 1965).

Ipoteza conform căreia piețele de capital au impact prin transmiterea de informații nu înseamnă că decidenții reali sunt mai puțin informați decât jucătorii de la bursă, ci doar că aceștia nu dețin informația perfectă cu privire la fiecare factor relevant luării deciziilor. Astfel, cei din exteriorul companiei pot deține informații importante ce sunt de folos decidenților reali. Prin urmare, decidenții, în special managementul, pot fi cei mai informați agenți dintr-o economie cu privire la companiile pe care le conduc și, totuși, pot să existe aspecte despre care să afle de la cei din exteriorul acestor companii.

Literatura din domeniu ne demonstrează că prezentarea informațiilor de către companii influențează cursurile bursiere ale activelor acestora tranzacționate pe piețele de capital. Modul în care informația specifică firmei se încorporează în cursul bursier devine important atât pentru cei implicați direct în tranzacționarea la bursă, cât și pentru management, care are de învățat lucruri noi din ceea ce se întâmplă pe piața financiară. Conform Miller & Bahnson (2002), investitorii de pe piața de capital joacă un rol important în evoluția prețului titlurilor cotate pe acea piață, acesta fiind puternic influențat de gradul de implicare al acestora.

Prin lucrarea de cercetare realizată ne-am propus să surprindem modul în care informația contabilă impactează eficiența informațională a piețelor de capital. Ca modalități de cuantificare ale eficienței informaționale a piețelor de capital studiem întârzierea încorporării informației în prețuri (Delay) și sincronismul cursurilor. Lucrarea noastră include două studii empirice. Primul dintre acestea are în vedere determinarea întârzierii încorporării informației în prețuri, iar cel de-al doilea este axat pe determinarea impactului calității raportărilor financiare asupra informativității

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

prețurilor de pe piața de capital. În acest ultim caz, informativitatea prețurilor este măsurată prin intermediul sincronismului acestora și a volatilității idiosincratice.

Primul studiu, cel cu privire la întârzierea prețului pe piața de capital a României, relevă modul în care cursul bursier răspunde la informația nouă disponibilă pe piață. În elaborarea acestuia am urmat metodologia dezvoltată de Hou and Moskowitz (2005) și Bae *et al.* (2012), orizontul de timp fiind 2005-2014. De asemenea, perioada de analiză a fost împărțită în două subperioade, în funcție de data adoptării IFRS, pentru a putea surprinde efectul produs de aplicarea acestor standarde. Rezultatele studiului arată că adoptarea IFRS nu a avut un impact pozitiv asupra modului de încorporare a informației nou-apărute pe piață în prețul bursier, deoarece indicatorul *Delay* crește de-a lungul perioadei de analiză. Desigur, aceste rezultate trebuie interpretate în context național și instituțional. Deși analiza aceasta este de fapt un studiu de caz asupra unei singure piețe emergente, metodologia de lucru poate fi replicată și la nivelul altor state cu economii asemănătoare. Acest fapt ar putea duce la realizarea unor comparații între statele emergente, cu privire la reacția prețurilor bursiere la informația nou-apărută pe piață, înainte și ulterior adoptării standardelor IFRS.

Cel de-al doilea studiu, de altfel și cel mai amplu, oferă un răspuns întrebării de cercetare : „*Există legătură între calitatea raportărilor financiare și piața de capital?*”. Influența calității informației contabile asupra pieței de capital o studiem prin prisma modului în care aceasta afectează încorporarea informației specifică firmei în prețul acțiunilor. Am ales să utilizăm două măsuri alternative ale informativității prețurilor de pe piață pentru a defini variabila dependentă: sincronismul prețurilor bursiere (Ψ_j) și volatilitatea idiosincrată ($\log(\sigma_{\varepsilon,j}^2)$). Calitatea raportărilor financiare o măsurăm prin intermediul a cinci indicatori: puterea standardelor de audit și raportare financiară; protecția investitorilor; eficacitatea consiliilor corporatiste; protecția intereselor acționarilor minoritari și *Accountability*. Acesta din urmă este un indicator agregat ce include toți ceilalți patru indicatori anteriori. Variabilele utilizate ca proxy-uri pentru calitatea raportărilor financiare au fost preluate din raportul elaborat de Forumul Economic Mondial, intitulat *Global Competitiveness Report 2014-2015*.

În urma analizei a 18 piețe dezvoltate de capital în perioada 2004-2015, care aplică Standardele Internaționale de Raportare Financiară, rezultatele obținute demontrează că nivelul calitativ al raportărilor financiare impactează eficiența informațională a pieței de capital, măsurată prin informativitatea prețurilor bursiere. Cu cât indicatorii calității raportării financiare prezintă nivele mai ridicate (protecția investitorilor; puterea standardelor de audit și raportare financiară; eficacitatea consiliilor corporatiste; protecția drepturilor acționarilor minoritari; *Accountability*), cu atât sincronismul prețurilor este mai scăzut, iar volatilitatea idiosincrată este mai mare, ceea ce înseamnă că are loc o creștere a cantității de informație specifică firmei ce se încorporează în curs.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Aceste rezultate prezintă implicații importante ce rezidă din faptul că prețurile de pe piața de capital sunt o sursă de informații de mare valoare pentru mulți utilizatori ai acestora, în special pentru managementul companiilor listate, care poate afla noi aspecte cu privire la entitățile conduse, din evoluția acestor prețuri. De asemenea, rezultatele prezintă importanță pentru organismele de reglementare din domeniul financiar-contabil, care își pot orienta politicile astfel încât calitatea raportărilor financiare să se îmbunătățească, nu doar prin aplicarea unor standarde financiare de calitate, ci și prin asigurarea înțelegerii acestora și controlul aplicării lor. Astfel, efectul revelator al prețurilor de pe piața de capital joacă un rol primordial în procesul de luare a deciziilor de către managementul companiilor.

Studiul nostru contribuie la literatura de specialitate prin utilizarea unui set de țări dezvoltate care au adoptat aceleași reguli și politici de prezentare și dezvăluire a informațiilor financiare și prin sublinierea importanței regimului financiar-contabil ce asigură un anumit nivel al calității raportării financiare. Totodată, studiul nostru demonstrează legătura clară dintre calitatea raportărilor financiare și piața de capital. Astfel, domeniul contabil are valențe importante și în ceea ce privește piața de capital. Contabilitatea nu trebuie privită ca un aspect izolat sau doar ca un set de documente ce conțin date deja "expirate", deoarece implicațiile acesteia sunt majore în ceea ce privește eficiența informațională a prețurilor de pe piețele financiare. Datele rezultate din situațiile financiare ale companiilor influențează mișcările cursurilor activelor tranzacționate și impactează economia reală.

Totodată, rezultatele obținute de noi sunt asemănătoare celor din lucrările ce stabilesc o legătură de sens invers între calitatea informației contabile și sincronismul cursurilor bursiere și leagă variația mai mare a informației specifice firmei de o mai bună funcționare a piețelor de capital, precum cele elaborate de Morck *et al.* (2000) și Cheong & Zurbruegg (2016).

Caracterul de noutate al lucrării este dat de indicatorii utilizați pentru măsurarea calității informației contabile. O parte dintre aceștia, protecția investitorilor și puterea standardelor de audit și raportare financiară, au mai fost folosiți în relație cu raportarea financiară, însă, din cunoștințele noastre, nu au fost utilizați împreună în studii de tip panel în relație cu informativitatea prețurilor de pe piața de capital.

În ceea ce privește limitele cercetării, abordarea noastră este departe de a fi una exhaustivă. Studiile din domeniul analizat de noi, aflat la intersecția contabilității cu finanțele empirice, sunt extrem de vaste. De aceea, noi am selectat ceea ce am considerat că se apropie cel mai mult de cercetarea noastră, însă aprecierile sunt subiective. Materialul vast pe această temă poate oferi noi direcții de cercetare ale acestui subiect. Totodată, în studiul empiric am ales să includem doar piețe de capital dezvoltate, însă relațiile testate pot fi replicate și în cazul piețelor emergente sau în curs de dezvoltare.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

Analiza noastră mai are o limită, care poate fi soluționată în viitoarele cercetări. Aceasta este dată de faptul că cercetarea este realizată la nivel macroeconomic, însă analiza regresională întreprinsă poate fi aplicată și la nivel microeconomic, pe titluri individuale. Desigur, măsurarea indicatorilor la nivel de firme va fi o reală provocare, atât din cauza disponibilității datelor, cât și a volumului considerabil de muncă.

De asemenea, o altă limită a cercetării rezidă din eșantionul statelor dezvoltate. Acesta poate fi extins, incluzând mai multe state dezvoltate, sau un orizont mai mare de timp. Limitele acestea ale cercetării noastre se datorează în special greutăților întâmpinate în accesul și obținerea datelor necesare analizei, însă lăsăm deschise direcțiile de cercetare pentru a fi abordate în viitorul apropiat.

Încheiem prin a sublinia faptul că analiza impactului calității raportărilor financiare asupra eficienței informaționale a pieței de capital oferă indicii utile în special autorităților de reglementare din domeniul financiar-contabil, care pot decide adoptarea și menținerea la nivele înalte calitative ale standardelor aplicate (IFRS, IAS). Totodată, managementul companiilor și investitorii de pe piața de capital pot obține beneficii importante în urma înțelegerii acestei relații de cauzalitate și a impactului pe care datele financiare furnizate de către companii îl au asupra cursurilor bursiere. Efectele reale ale piețelor financiare determină managementul să acorde o atenție deosebită mișcărilor de pe aceste piețe și să învețe din evoluția cursurilor bursiere ale activelor tranzacționate ce aparțin companiilor pe care aceștia le conduc. Informația nouă pe care managerii o obțin de pe piața de capital poate fi utilizată în procesul decizional și, astfel, are impact asupra deciziilor și acțiunilor de afaceri ale acestora.

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRIILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE - SELECȚIE

- [1] **Achim, A.M.**, (2014), Financial Accounting Quality -Definition, Measurement and Relation with IFRS Adoption, *Proceedings of the 9th International Conference Accounting and Management Information Systems AMIS 2014*, p. 874
- [2] **Achim, A.M. & Chis, A.O.**, (2014), Financial Accounting Quality and Its Defining Characteristics, *SEA - Practical Application of Science*, 1(3), p.93-98
- [3] Aharony, J., Barniv, R. & Falk, H., (2010), The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU, *European Accounting Review*, 19(3), p. 537-578
- [4] Ahmed, A., Neel, M. & Wang, D., (2013), Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence, *Contemporary Accounting Research*, 30(4), p. 1344-1372
- [5] Alford, A., Jones, J., Leftwich, R., & Zmijewski, M., (1993), The relative informativeness of accounting disclosures in different countries, *Journal of Accounting Research, Studies on International Accounting*, 31, p.183-223
- [6] Al-Htaybat, K., (2018), IFRS Adoption in Emerging Markets: The Case of Jordan, *Australian Accounting Review*, 28(1), p. 28-47
- [7] Andre, P., (2017), The role and current status of IFRS in the completion of national accounting rules – evidence from European countries, *Accounting in Europe*, 14, (1–2), p. 1–12
- [8] Armstrong, C.S., Barth, M.E., Jagolinzer, A.D. & Riedl, E.J., (2010), Market reaction to the Adoption of IFRS in Europe, *The Accounting Review*, 85, p. 31-61
- [9] Ball, R., & Brown, P., (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6(2), p. 159-178
- [10] Ball, R., (2001), *Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosur*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, p. 127-69
- [11] Ball, R., (2006), International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors, *Accounting and Business Research*, 36, p. 5-27
- [12] Ball, R., Kothari, S. & Robin, A., (2000), The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), p. 1-51
- [13] Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W., (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), p. 77-104
- [14] Barth, M., Landman, W. & Lang, M., (2008), International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, 46, p.1-32
- [15] Barth, M.E., Landsman, W.R., Lang, M. & Williams, C., (2012), Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable?, *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), p. 68-93
- [16] Bartov, E., Goldberg, S., & Kim, M., (2005), Comparative value relevance among German, US, and International Accounting Standards: a German stock market perspective, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20, 253-294.
- [17] Baumol, W., (1965), The stock market and economic efficiency, *Fordham University Press*
- [18] Beaver, W.H., (2002), Perspectives on Recent Capital Market Research, *The Accounting Review*, 77(2), p. 453-474
- [19] Beaver, W.H., Lambert, R. & Morse, D., (1980), The Information Content of Security Prices, *Journal of Accounting and Economics*, 2, p. 3-28
- [20] Bernstein, J.R. & Weinstein, D.E., (2002), Do endowments predict the location of production? Evidence from national and international data, *Journal of International Economics*, 56, p. 55-76
- [21] Biddle, G., Hillary G. & Verdi R., (2009), How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), p. 112-131
- [22] Bissessur, S. & Hodgson, A., (2012), Stock market synchronicity – an alternative approach to assessing the information impact of Australian IFRS, *Accounting and Finance*, 52(1), p. 187-212

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

- [23] Bond, P., Edmans, A. & Goldstein, I., (2012), The Real Effects of Financial Markets, *The Annual Review of Financial Economics*, 4, p. 339-360
- [24] Boolaky, P.K., & Cooper, B.J., (2015), Comparing the Strength Of Auditing and Reporting Standards and Investigating their Predictors in Europe and Asia, *Australian Accounting Review*, 25(3), p.292-308
- [25] BBoolaky, P.K., Krishnamurti, C. & Hoque, A., (2013), Determinants of the Strength of Auditing and Reporting Standards: a Cross-Country Study, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 7(4), p. 17-36
- [26] Boonlert-U-Thai, K., Meek, G.K., & Nabar, S., (2006), Earnings attributes and investor-protection: International evidence, *The International Journal of Accounting*, 41, p. 327–357
- [27] Bramante, R., Petrella, G. & Zappa, D., (2015), On the use of the market model R-square as a measure of stock price efficiency, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44(2), p. 379-391
- [28] Brennan, M., (1991). A Perspective on Accounting and Stock Prices, *The Accounting Review*, 66(1), p. 67-79
- [29] Burgstahler, D., Hail, L. & Christian, L., (2006), The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms, *The Accounting Review*, 81, p. 983-1016
- [30] Byard, D., Li, Y. & Yu, Y., (2011), The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment, *Journal of Accounting Research*, 49(1), p. 69–96
- [31] Callen, J., Khan, M., & Lu, H., (2011), Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns, *Contemporary Accounting Research*, 30(1), p. 269-295
- [32] Campbell, J., Martin, L., Burton, G. M. & Yexiao X., (2001), Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk, *Journal of Finance*, 56(1), p. 1-43
- [33] Campbell, J.Y., Lo, A.W., & MacKinlay, A.C., (1997), *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, Princeton.
- [34] Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y. & Lin, Z., (2010), The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21, p. 220-278
- [35] Cheong, C.S., & Zurbrugg, R., (2016), Analyst forecasts and stock price informativeness: Some international evidence on the role of audit quality, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), p. 257-273
- [36] Chis, A.O., & Achim, A.M., (2014), Professional Judgement. The Key to a Successful Audit, *SEA - Practical Application of Science*, 1(3-5), p. 217-222
- [37] Dasgupta, S., Gan, J., Gao, N., (2010), Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), p. 1189-1220
- [38] Daske, H., Hail, L., Leuz, R. & Verdi R., (2008), Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences, *Journal of Accounting Research*, 46, p. 1085-1142
- [39] Dechow P., Weili G. & Schrand C., (2010), Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics*, 50, p. 344-401
- [40] DeFond, M., Hu X., Hung, M., & Li, S., (2011a), The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability, *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), p. 240–258
- [41] De George, E., Li, X., & Lakshmanan, S., (2016), A review of the IFRS adoption literature, *Review of Accounting Studies*, 21(3), p. 898-1004
- [42] Doriye, E. J. 2012, Corporate Governance and Stock Price Synchronicity, *Doctoral dissertation*, University of Leeds
- [43] Dow, J. & Gorton, G., (1997), Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?, *The Journal of Finance*, 52(3), p. 1087-1129.
- [44] Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. & Zarowin, P., (2003), Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?, *Journal of Accounting Research*, 41(5), p. 797-836
- [45] Edmans, A., Jayaraman, S. & Schneemeier, J., (2017), The source of information in prices and investment-price sensitivity, *Journal of Financial Economics*, 126(1), p. 74-96
- [46] El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D., (2011), Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking and Finance*, 35(9), p. 2388-2406

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRIILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

- [47] Elbannan M.A., (2011), Accounting and stock market effects of international accounting standards adoption in an emerging economy, *Rev Quantitative Financial Accounting*, 36 (2), p. 207-245
- [48] Emery, J., (1974), Efficient Capital markets and the Information Content of Accounting Numbers, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(2), p. 139-149
- [49] Ewert, R. & Wagenhofer, A., (2005), Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management, *The Accounting Review*, 80(4), p. 1101-1124
- [50] Fama, E. & Miller, M., (1972), *The Theory of Finance*, New York, Dryden Press
- [51] Fama, E., (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2), p. 383-417
- [52] Fernandes, N. & Ferreira, M.A., (2009), Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness, *Review of Financial Studies*, 22, p.1845-1887
- [53] Filip, A. & Raffournier, B., (2010), The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania, *The International Journal of Accounting*, 45, p. 77-103
- [54] Griffin, J., Kelly, P. & Nardari, F., (2010), Do Market Efficiency Measures Yield Correct Inferences? A Comparison of Developed and Emerging Markets, *Rev Financ Stud*, 23, p. 3225-3277
- [55] Grossman, A., Smith, M. & Tervo, W., (2013), Measuring the Impact of International Financial Reporting Standards on Amrket Performance of Publicly Traded Companies. *Advances in Accounting*, 29(2), p. 343-349
- [56] Gul, F.A., Kim, J-B. & Qiu, A., (2010), Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China, *Journal of Financial Economics*, 95(3), p.425-442
- [57] Hail, L., Leuz, C. & Wzsocki, P., (2010), Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the United States: An Analysis of Economic and Policy Factors, *Accounting Horizons*, 24(3), p. 355-394
- [58] Hayek, F., (1945), The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, 35(4), p. 519-530
- [59] Healy, P. & Wahlen, J. (1999), A review of the earnings management literature and its implication for standard setting, *Accounting Horizons*, 13, p. 365-383
- [60] Holthausen, R., & Watts, R., (2001), The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75
- [61] Hong, H., Hung, M., & Lobo, G., (2014), The impact of mandatory IFRS adoption on IPOs in global capital markets, *The Accounting Review*, 89(4), p. 1365–1397
- [62] Horton, J., Serafeim, G. & Serafeim, I., (2013), Does mandatory IFRS adoption improve information environment?, *Contemporary Accounting Research*, 30(1), p. 388-423
- [63] Hou, K. & Moskowitz, T. J., (2005), Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns, *Review of Financial Studies*, 18(3), p. 981-1020
- [64] Houque, M., Easton, S. & van Zijl, T., (2014), Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Quality in Low Investor Protection Countries?, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 23 (1), p. 87-97
- [65] Houque, M.N., van Zijl, T., Dunstan, K. & Karim Waresul, A.K.M., (2012), The effect of IFRS adoption and investor protection on earnings quality around the world, *The International Journal of Accounting*, 47(3), p. 333-355
- [66] Ionașcu, M., Ionașcu, I., Săcărin, M. & Minu, M., (2014), IFRS adoption in developing countries: the case of Romania, *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 2(1), p. 311-350
- [67] Jeanjean, T. & Stolowy, H., (2008), Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, p. 480-494
- [68] Jin, L. & Myers, S.C., (2006), R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79, p. 257-292
- [69] Kelly, P.J., (2014), Information Efficiency and Firm-Specific Return Variation, *Quarterly Journal of Finance*, 4(4), p. 1450018

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIETEI DE CAPITAL

- [70] Kim, J.B. & Shi, H., (2010), Voluntary IFRS Adoption and Stock Price Synchronicity: Do Analyst Following and Institutional Infrastructure Matter?, *Working paper*
- [71] Kun L., Yu, L. & Hu, X., (2017), The Impact of Institutional Investors on Stock Price Synchronicity: Evidence from the Shanghai Stock Market, *International Conference on Management Science and Engineering Management*, Springer, Cham, p. 1548-1558
- [72] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W., (1997), Legal Determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, 52, p. 1131-1150
- [73] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R., (2002), Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, p. 1147-1170
- [74] Landsman, W., Maydew, E. & Thornock, J., (2012), The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS, *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), p. 34-54
- [75] Lang, M., Raedy, J.S., & Yetman, M.H., (2003), How representative are firms that are crosslisted in the United States? An analysis of accounting quality, *Journal of Accounting Research*, 41(2), p. 363-386
- [76] Lang, M., Smith Raedy, J. & Wilson, W., (2006), Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings?, *Journal of Accounting and Economics Journal of Accounting and Economics*, 42, p. 255-283
- [77] Leuz, C., Nanda, D. & Wysocky, P.D., (2003), Earnings management and investor protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics*, 69, p. 505-527
- [78] Lev, B., & Ohlson, J., (1982), Market-Based Empirical-Research in Accounting - A Review, Interpretation, and Extension, *Journal of Accounting Research*, 20, p. 249-322
- [79] Li, X. , & Yang, H., (2016), Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: the effect of mandatory IFRS adoption on management forecasts, *The Accounting Review*, 91 (3), p. 933-953
- [80] Lim, K.P. & Hooy, C.W., (2010), The delay of stock price adjustment to information, a country-level analysis, *Economics Bulletin*, 30(2), p. 1609-1616
- [81] Mitton, T., (2002), A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 64(2), p. 215-241
- [82] Modigliani, F. & Miller, M., (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, p. 261-297
- [83] Moehrle, S.R., Mintchik, N., Mohrman, M.B., Moehrle-Reynolds, J.A. & Vargus, M., (2014), Developments in accounting regulation: A synthesis and annotated bibliography of evidence and commentary in the 2011 academic literature, *Research in Accounting Regulation*, doi: 10.1016/j.racreg.2014.09.007
- [84] Moehrle, S., Kozloski, T., Meckfessel, J. & Reynolds-Moehrle, H.W., (2018), Developments in accounting regulation: A synthesis and annotated bibliography of evidence and commentary in the 2016 academic literature, *Research in Accounting Regulation*, 30(1), p. 49-62
- [85] Morck, R., Yeung, B. & Yu, W., (2000), The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?, *Journal of Financial Economics*, 58(2), p. 15-260
- [86] Ohlson, J. A., (2001), Earnings, book values and dividends in equity valuation: An empirical perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 107-120
- [87] Patro, A. & Gupta, V.K., (2016), Impact of International Financial Reporting Standards on Stock Price Synchronicity for Asian Markets, *Contemporary Management Research*, 12(1), p. 61-88
- [88] Penman, S.H., & Zhang, X-J., (2002), Accounting Conservatorism, the Quality of Earnings, and Stock Returns, *The Accounting Review*, 77(2), p. 237-264
- [89] Rainsbury, E.A., Bradbury, M., & Cahan, S.F., (2009), The impact of audit committee quality on financial reporting quality and audit fees, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5, p. 20-33
- [90] Roll, R., (1988), R2. *Journal of Finance*, 43, p. 541-566
- [91] Roll, R., (1992), Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices, *The Journal of Finance*, 47(1), p. 3-41

IMPACTUL CALITĂȚII RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA GRADULUI DE EFICIENȚĂ INFORMAȚIONALĂ A PIEȚEI DE CAPITAL

- [92] Shima, K. & Gordon, E., (2011), IFRS and the regulatory environment: The case of U.S. investor allocation choice, *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(5), p. 481–500
- [93] Shleifer, A. & Vishny, R., (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94 (3), p. 461-488
- [94] Shleifer, A. & Wolfenzon, D., (2002), Investor Protection and Equity Markets, *Journal of Financial Economics*, 66(1), p. 3-27
- [95] Todea, A., (2002), The theory of efficient markets and technical analysis: the case of the Romanian market, *Studia Universitatis Babeș-Bolyai Oeconomica*, 1, p. 107-117
- [96] Tiron-Tudor, A. & Achim, A.M., (2018), Accounting Quality and Stock Price Informativeness: A Cross-Country Study, *Economic Research, Accepted paper*
- [97] Turki, H., Wali, S. & Boujelbene, Y. (2017). IFRS Mandatory Adoption Effect on the Information Asymmetry: Immediate or Delayed?, *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), p. 55-77
- [98] Yu, G., & Wahid, A., (2014), Accounting standards and international portfolio holdings, *The Accounting Review*, 89(5), p. 1895–1930
- [99] Zhang, H., Wang, M. & Jiang, J., (2017), Investor protection and stock crash risk, *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, p. 256-266.
- [100] Zysman, J., (1983), *Government, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of the Industrial Change*, Cornell University Press.