

UNIVERSITATEA DE VEST DIN TIMIȘOARA
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ECONOMIE ȘI DE ADMINISTRARE A AFACERILOR
Domeniul Contabilitate

TEZA DE DOCTORAT:
VALOAREA COGNITIVĂ A RAPORTĂRILOR FINANCIARE
ASUPRA COMPORTAMENTULUI INVESTITORILOR DE PE
PIAȚA REGLEMENTATĂ DIN ROMÂNIA

– REZUMAT –

Coordonator științific:
Prof. univ. dr. Ovidiu Constantin BUNGET

Doctorand:
Paul Gheorghe BAHNEAN

Timișoara, 2023

CUPRINSUL REZUMATULUI TEZEI DE DOCTORAT:

CUPRINSUL REZUMATULUI TEZEI DE DOCTORAT:	1
CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT	2
Cuvinte Cheie.....	5
Introducerea și motivația cercetării.....	5
Obiectivele și ipotezele cercetării	6
Metodologia cercetării	7
Conținutul și structura lucrării de cercetare	11
Rezultatele cercetării și diseminarea lor	13
Concluzii finale	17
Considerente etice	18
Limitări și direcții viitoare de cercetare	19

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

Lista abrevierilor și a acronimelor	4
Lista tabelelor.....	6
Lista figurilor	7
Lista Anexelor.....	8
INTRODUCERE.....	9
CAPITOLUL 1. PIAȚA DE CAPITAL VAZUTĂ PRIN PRISMA RAPORTĂRII FINANCIARE ȘI NON-FINANCIARE. CONSIDERAȚII GENERALE. ANALIZĂ DE CONȚINUT.....	16
1.1. Contribuția contabilității la raportarea financiară.....	20
1.1.1. Modele de analiză bazate pe raportările financiare și performanța financiară.....	22
1.1.2. Implicația indicatorilor financiari asupra deciziei de investiție	32
1.1.3. Calitatea raportării financiare.....	33
1.2. Raportarea corporativă	34
1.2.1. Sustenabilitatea și raportarea non-financiară	35
1.2.2. Aspecte cheie ale raportării responsabilității corporative	35
1.3. Raportarea non-financiară pe BVB. Analiză de conținut pe baza factorilor MSG	39
1.4. Raportarea integrată și rolul contabililor	48
1.5. Raportările financiare și investițiile bursiere	51
1.5.1. Analiză de conținut privind evoluția tranzacțiilor bursiere pentru cele mai tranzacționate cinci companii listate la BVB.....	53
1.5. Concluzii preliminare	60
CAPITOLUL 2. ASPECTE TEORETICE PRIVIND VALOAREA COGNITIVĂ A RAPORTĂRIILOR FINANCIARE ȘI CONCEPTUL DE FINANȚE COMPORTAMENTALE.....	61
2.1. Definirea conceptului de valoare	62
2.2. Cognația financiară.....	64
2.3. Comportamentul investitorului individual analizat prin prisma finanțelor comportamentale în relație cu informațiile contabile.....	65
2.3.1. Concepte și teorii ale finanțelor comportamentale.....	66
2.3.1.1. Teoria perspectivei (prospect theory).....	68
2.3.1.2. Teoria euristică.....	69
2.3.1.3. Factori de piață.....	70

2.3.1.4.	Comportamentul de turmă.....	72
2.3.1.5.	Alte biasuri și euristici.....	73
2.3.2.	Procesul de luare a deciziilor financiare	76
2.3.2.1.	Definirea profilului de investitor prin prisma atitudinii față de risc	77
2.3.2.2.	Diversificarea portofoliului	78
2.3.2.3.	Măsurarea performanței portofoliului	80
2.3.2.4.	Procesul informațional	81
2.3.2.5.	Influența socială	81
2.3.	Concluzii preliminare	85

CAPITOLUL 3. COMPORTAMENTUL INVESTITORILOR DE PE PIAȚA DE CAPITAL ȘI TEHNICI DE CERCETARE CLASICE ȘI DIN DOMENIUL NEUROFINANȚELOR.86

3.1.	Neurofinanțele ca subdomeniu emergent al finanțelor cu aplicabilitate în contabilitate	86
3.2.	Procesul decizional și dezvoltarea premiselor în înțelegerea comportamentului investitorului la nivel neuronal	90
3.2.1.	Procesul cognitiv al luării de decizie din perspectiva neuroștiințifică	94
3.2.2.	Procesul cognitiv al luării de decizie din perspectiva psiho-emoțională	96
3.2.3.	Procesul cognitiv al luării de decizie din perspectiva culturală	98
3.3.	Metode și tehnici utilizate în evaluare și cercetarea comportamentului investitorului la contactul cu informațiile contabile	103
3.3.1.	Metode clasice de cercetare.....	103
3.3.2.	Neurofinanțele – O abordare modernă și interdisciplinară de cercetare	108
3.4.	Structura populației României pe criterii ale generației. Diferențe comportamentale privind investițiile.	115
3.4.1.	Trenduri generaționale în comportamentul investițional	117
3.5.	Concluzii preliminare	127

CAPITOLUL 4. DETERMINAREA VALORII COGNITIVE A RAPORTĂRILOR FINANCIARE ASUPRA COMPORTAMENTULUI INVESTITORILOR DE PE PIAȚA REGLEMENTATĂ DIN ROMÂNIA.....128

4.1.	Motivația, obiectivele și ipotezele cercetării	128
4.2.	Metodologia cercetării	129
4.3.	Rezultatele empirice ale cercetării și discuții.....	138
4.3.1.	Analiza statistică exploratorie	138
4.3.2.	Analiza de corelație	149

4.3.3.	Educația de tranzacționare și implicațiile asupra metodelor de luare a deciziei .	151
4.3.4.	Evaluarea dimensiunilor de analiză.....	153
4.3.5.	Implicațiile raportării corporative asupra comportamentului investițional	156
4.4.	Concluzii preliminare	159
5.	Concluzii generale, limitări și direcții viitoare de cercetare.....	160
	Referințe bibliografice	164
Anexe	179

Cuvinte Cheie: valoare cognitivă, raportări financiare, raportări non-financiare, indicatori financiari, comportamentul investitorilor, piața de capital.

Introducerea și motivația cercetării

Mediul economic modern este caracterizat de o evoluție continuă bazată pe creșterea investițiilor străine, creșterea volumului de tranzacții de pe piața de capital, lărgirea mediului online de tranzacționare, toate stimulate de fenomenul globalizării. Într-un mediu atât de dinamic informațiile au devenit un instrument extrem de important în fundamentarea procesului decizional de investiții, având un impact asupra comportamentului investitorilor.

Fără îndoială, comportamentul investitorului este unul deosebit de complex, care încorporează o multitudine de factori ce îl pot influența. Pentru a avea o mai bună înțelegere asupra motivațiilor care acționează asupra comportamentului investițional, numeroși teoreticieni, respectiv cercetători, atât la nivel național, cât și la nivel internațional, au depus eforturi pentru a determina care sunt factorii de impact asupra deciziilor, fie ele raționale ori iraționale, și cum anume acționează acești factori asupra deciziilor investitorilor.

Raportările financiare, dar și cele non-financiare, au un rol fundamental în formarea cognițiilor care ghidează jucătorii de pe piața de capital către luarea deciziilor sau către anumite comportamente. Drept urmare, companiile listate investesc resurse importante de timp, umane, dar și financiare pentru a întocmi raportările financiare trimestriale, semestriale și anuale. Astfel este de interes să identificăm valoarea cognitivă pe care acestea o au asupra comportamentului investitorilor, reprezentând și un element care indică nivelul de calitate a informațiilor financiar contabile.

Autori precum Barber și Odean (2001), Merikas et al. (2003), Vasilescu și Vătui (2004a, 2004b, 2004c), Waweru et al. (2008), Paun et al (2008), Lovric et al (2008), Al-Tamimi și Kalli (2009), Chui et al. (2010), Dragota și Serbanescu (2010), Aregbeyen și Mbadiugha (2011), Nguyen și Truong (2013), Phan și Zhou (2014), Goyal și Jain (2020) au studiat factorii care influențează comportamentul investitorului individual în luarea deciziilor. Cercetătorii au utilizat variabile precum informații privind raportul administratorilor, politicile de raportare corporativă, performanțele entității economice, previziunea, aversiunea față de risc, educația de tranzacționare, viteza de reacție, dar și biasurile pentru a explica reacțiile investitorilor, atât raționale cât și iraționale, de pe piața de capital. Având în vedere intensitatea cu care a fost studiată și dezbătută în mediul academic latura comportamentală a investitorul individual, îmi doresc extinderea studiului și pe piața autohtonă, contribuind la literatura de specialitate cu o cercetare asupra

importanței raportărilor financiare în modelarea deciziei de investiție, dar și relațiile între profilul de risc și strategia de tranzacționare al investitorilor de pe piața de capital din România.

În alegerea temei de cercetare am fost ghidat de contextul economic actual, caracterizat prin globalizare economică pe de o parte și internaționalizarea piețelor de capital pe de alta parte, factori ce se răsfrâng în necesitatea din ce în ce mai acută a părților interesate de a obține informații de înaltă calitate care să le sprijine deciziile investiționale și financiare. Complexitatea piețelor financiare și a modului în care investitorii decid să investească într-o anumită companie au fost, de asemenea, factori motivaționali atunci când am demarat procesul cercetării.

Obiectivele și ipotezele cercetării

Obiectivul principal (O1) al lucrării este **analizarea implicațiilor raportărilor (financiare și non-financiare) la nivelul riscului (perceput al) investitorului autohton**. Pentru ca acest obiectiv să fie atins, consider necesară înțelegerea clară a modului în care investitorii se comportă, care sunt factorii care le influențează alegerile, care sunt greșelile pe care le pot face în acest proces decizional, dar și întregul proces cognitiv de luare a deciziilor privit prin prismă neuroștiințifică, psiho-emoțională și culturală. În literatura de specialitate am regăsit multe lucrări științifice redactate de diverși autori din întreaga lume (Tversky, Kahneman, Shiller, Becker) care abordează comportamentul investitorilor sub influența unei sumedenii de factori. Având ca punct de plecare aceste lucrări deja existente, care au aprofundat analiza comportamentului investitorului prin diverse aplicări practice și experimente, am putut răspunde la anumite întrebări ce apar în privința comportamentului investitorilor de pe piața reglementată din România în cadrul capitolului 4 *Determinarea valorii cognitive a raportărilor financiare asupra comportamentului investitorilor de pe piața reglementată din România*. Așadar, în ceea ce privește acest obiectiv central am conturat 3 ipoteze de lucru care ghidează cercetarea:

H1. Investitorii autohtoni își fundamentează decizia de investiție mai degrabă pe informațiile disponibile la nivelul pieței de capital decât pe decizia altor investitori.

H2. Raportările corporative constituie instrumente de modelare a aversiunii investitorului autohton la risc.

H3. Există o relație pozitivă din punct de vedere statistic între utilizarea de tehnici de previzionare de către investitori și situația financiară a companiilor.

Un al doilea obiectiv, care îmi doresc să fie atins în lucrare este (O2) **Conturarea profilului investitorului autohton**.

Pașii parcurși în vederea atingerii acestui obiectiv urmează să contribuie la descoperirea și fundamentarea profilului investitorilor din România, fapt ce prezintă un real interes pentru firmele listate pe BVB în vederea redactării rapoartelor financiare publicate. Așadar pornind de la întrebările *Ce fel de investiții preferă investitorii de pe piața de capital din România*, sau *Ce cunoștințe economice și financiare dețin aceștia*, am conturat următoarele ipoteze de lucru:

H4. Investitorii autohtoni preferă, în general, investiții care implică un risc redus.

H5. În raport cu persoanele care dețin cunoștințe financiare avansate, cele care au cunoștințe financiare elementare manifestă o aversiune mai ridicată la risc.

H6. Indiferent de nivelul de cunoștințe financiare ale investitorului, acțiunile dețin cea mai ridicată pondere în portofoliul de investiții.

Metodologia cercetării

În vederea atingerii obiectivelor am folosit atât metode **calitative**, cât și **cantitative** de cercetare. Consider importantă îmbinarea acestor două abordări de natură diferită pentru asigurarea eficienței demersului științific.

Prin cercetarea calitativă am reușit să realizez o sinteză a stadiului actual de cunoaștere a conceptelor de studiu alese. Centralizarea mai multor opinii cu privire la tema de cercetare aleasă reprezintă punctul de plecare principal. Revizuirea literaturii de specialitate mi-a permis aprofundarea domeniului de cercetare, dar și identificarea obiectivelor specifice pentru cercetare.

Analiza de conținut, ca parte din cercetarea calitativă, a fost utilizată pentru a înțelege stadiul actual de folosire a raportării non-financiare, mai exact a componentei sustenabilitate, din partea unor entități economice listate pe Bursa de Valori București (BVB).

Am folosit aceeași metodă pentru determinarea unor elemente cheie a comportamentului investițional pe BVB pentru cele mai tranzacționate cinci companii de pe această bursă, evaluând și impactul pe care raportările financiare îl au asupra numărului de acțiuni tranzacționate. Procedeu care stă la baza analizei de conținut permite examinarea oricărui tip de informație scrisă în vederea extragerii și structurării elementelor de conținut și informațiilor transmise (Cohen et al., 2007).

Cercetarea cantitativă folosește modele matematice și statistice în vederea studierii fenomenelor și comportamentelor dorite. Acest tip de cercetare are drept fundament existența unor relații cauză-efect în explicarea mecanismelor economice. Așadar, studiul empiric realizat permite formularea unor concluzii legate de comportamentul investitorilor de pe piața de capital românească, dar și stabilirea unor relații între variabile luate în considerare ca și influențe asupra acestuia.

Metoda de cercetare utilizată în capitolul 4 Determinarea valorii cognitive a raportărilor financiare asupra comportamentului investitorilor de pe piața reglementată din România este sondajul de opinie pe baza unui chestionar online intitulat: Chestionar Comportamentul Investițional pe BVB (Anexa 1- Chestionar). Întrebările adresate respondenților au fost grupate în 3 secțiuni: prima secțiune conține 3 întrebări legate de genul, vârsta și nivelul de studii al respondenților, a doua secțiune conține 21 de întrebări care definesc profilul respondenților ca și investitori, portofoliul deținut, nivelul de educație avut, factorii de influență în procesul decizional și alte informații legate de comportamentul lor, iar secțiunea trei se focusează pe raportările financiare și întrebări corelate cu valoarea cognitivă a acestora, având în total 18 întrebări.

Întrebările sunt mixte, având diferite variante de răspuns: răspuns unic, răspuns unic și multiplu cu opțiunea „alte”, răspunsuri multiple, scală de evaluare.

Chestionarul a fost structurat utilizând platforma Google Forms și a fost promovat exclusiv în mediul online căutând canale unde activează cu precădere investitori de diferite categorii. Respondenții nu au fost aleși în mod selectiv și au furnizat informații în mod voluntar. Codul de Etică întocmit de ESOMAR (Societatea Europeană pentru Opinie și Cercetare a Pieței) a fost respectat, iar datele furnizate de respondent sunt confidențiale și utilizate doar pentru atingerea scopului mai sus menționat.

Modelul econometric și analizele statistice folosite pentru prelucrarea datelor obținute în urma administrării chestionarului în mediul online sunt:

- Analiza descriptivă - cuprinde coeficienți informaționali care rezumă un anumit set de date dintr-o întreagă populație statistică sau dintr-un anumit eșantion și sintetizează grafic dar și numeric informațiile obținute;
- Analiza matricei de corelație Spearman rho - utilizată atunci când se vrea măsurarea valorilor a două variabile din același eșantion pentru a afla dacă între acestea există o relație și care este intensitatea relației (valoare apropiată de +1 indică o corelație pozitivă puternică; valoare apropiată de -1 indică o corelație negativă puternică);
- Analiza diferențelor statistice (Testul Kruskal-Wallis) – permite compararea a două sau mai multe eșantioane independente care pot avea dimensiuni similare dar și diferite.
- Analiza factorială exploratorie (EFA) – face posibilă identificarea numărului și a naturii factorilor care definesc un set de variabile manifeste;
- Analiza de tip SEM (Structural Equation Modelling) – se referă la un set de ecuații cu ipoteze însoțitoare ale sistemului analizat, în care parametrii sunt determinați pe baza observației statistice (Tarka, 2018).

Variabilele cercetării

Variabilele utilizate analiza datelor sunt centralizate în următorul tabel:

Factor determinant	Variabila	Corelație chestionar
Informații (Disclosures)	Raportul administratorilor (CEO)	4.1. Cât de important considerați Raportul Administratorului în analiza raportărilor financiare?
	Comitetul Director (BoD)	4.2. Cât de importantă considerați Prezentarea Bordului de Conducere în analiza raportărilor financiare?
	Politica de raportare (reporting policy)	4.5. Cât de importante considerați că sunt Politicile și Strategiile viitoare în analiza raportărilor financiare?
	Pozitia financiară (position)	4.6. Cât de importantă considerați că este Analiza Poziției Financiare în analiza raportărilor financiare?
	Performanță financiară (performance)	4.7. Cât de importantă considerați că este Analiza Performanței Financiare în analiza raportărilor financiare?
	Analiza economico-financiară (analysis)	4.8. Cât de importantă considerați că este analiza Indicatorilor Economici și Financieri în analiza raportărilor financiare?
	Câștigurile contabile (earnings)	4.3. Cât de importante considerați că sunt Rezultatele obținute în exercițiul financiar precedent în analiza raportărilor financiare?
Comportament (Behaviour)	Alegere (Selection)	8.1. Decizia altor investitori în privința alegerii titlurilor de valoare în care investesc au un impact asupra deciziei mele
	Volumul de tranzacționare (Volume)	8.2. Decizia altor investitori în privința volumului titlurilor în care investesc au un impact asupra deciziei mele.

	Tranzacții (Transaction)	8.3. Decizia altor investitori în privința vânzării și cumpărării de titluri de valoare au un impact asupra deciziei mele.
	Viteza de reacție (Timeliness)	8.4. De regulă, reacționez rapid la deciziile altor investitori și le urmez practicile de pe piața de capital.
Cunoștințe (Knowledge)	Previziune (Forecasting)	8.11. Fac preziceri ale prețului acțiunilor pe baza prețurilor recente.
	Nivelul de educație (Trading Education)	8.9. Consider că abilitățile și cunoștințele pe care le dețin despre piața de capital mă ajută să obțin performanțe mai bune decât majoritatea participanților de pe piață.
	Intuiția (Intuition)	8.10. Am adesea capacitatea de a anticipa evoluția a diferite acțiuni.
Profilul de risc (Risk profile)	Frecvența - de accesare a informațiilor (Information frequency)	1. Cât de des accesați informații din surse specializate despre piața de capital (ex. platforma Bursei de Valori București www.bvb.ro) 3. Cât de des citiți rapoartele financiare publicate pe platforma Bursei de Valori București?
	Schimbări - ale aversiunii față de risc (Change)	8.5. După ce sufăr o pierdere financiară, am o aversiune mai mare la risc.
	Vânzare (Selling)	8.6. Evit acțiunile a căror valoare a scăzut.
	Aversiunea față de risc (Aversion)	3. Care dintre următoarele afirmații vă definește profilul de investitor în raport cu riscul asumat?
Dividende (Dividend)	Dividendul acordat (Dividends)	4.9. Cât de importante considerați că sunt Dividendele plătite în exercițiul financiar anterior analiza raportărilor financiare?
	Politica de dividend (Dividend policy)	4.4. Cât de importantă considerați că este Politica de Dividend în analiza raportărilor financiare?
Portofoliul (Portfolio)	Portofoliul investitorului (investor portfolio)	1.1. Pe ce se bazează portofoliul dvs. actual de investiții?

	Preferințele investitorului (portfolio preferences)	1.2. Ce gamă deține cea mai mare pondere în portofoliul dvs. actual de investiții?
--	--	---

Conținutul și structura lucrării de cercetare

În primul capitol am dezbătut aspecte generale care definesc piața de capital, făcând ulterior trecerea către rolul contabilității în elaborarea raportărilor financiare, dar și către implicațiile pe care indicatorii financiari le au asupra deciziei de investiție. Mi-am îndreptat ulterior atenția către raportarea corporativă privită per ansamblu, cu un interes deosebit asupra sustenabilității ca parte a raportării non-financiare, dar și prezentând evoluția raportării integrate. Am realizat o cercetare bazată pe metoda analizei de conținut asupra rapoartelor non-financiare emise de primele zece companii listate pe piața Bursei de Valori București (în funcție de valoarea de piață a acestora în perioada octombrie 2019 - octombrie 2020) cu privire la modul în care acestea încorporează considerații ale sustenabilității în raportările efectuate.

În ultima parte a primului capitol, cu scopul de a înțelege mai bine dinamica companiilor listate pe Bursa de Valori București (BVB), tot printr-o analiză de conținut am studiat comportamentul investițional pe BVB pentru cele mai tranzacționate cinci companii de pe aceasta bursă, evaluând și impactul pe care raportărilor financiare îl au asupra numărului de acțiuni tranzacționate.

Prima parte a celui de-al doilea capitol conține o revizuire a literaturii de specialitate cu scopul de a înțelege conceptul de valoare dar și importanța cogniției financiare. Ulterior am ales să prezint conceptul de finanțe comportamentale, aceasta fiind o ramură a finanțelor care explică câteva situații considerate anormale pe piața financiară și identifică modul în care investitorii comit erori inevitabile în procesul de luare a deciziilor de investiții. Au fost dezvoltate mai multe teorii cu scopul de a explica și înțelege în ce mod și pentru ce motiv oamenii iau decizii atunci când investesc, cheltuiesc sau economisesc bani: Teoria alegerii raționale (Becker, 1976), Teoria perspectivei (Kahneman și Tversky, 1979), Teoria utilității așteptate (von Neumann și Morgenstern, 1947), Teoria portofoliului modern (Markowitz, 1959). Pe lângă aceste teorii, am descris și conceptul de biasuri și euristici, punând accent pe cele mai studiate. În ultima secțiune a acestui capitol am ales să documentez procesul de luare a deciziilor financiare, fragmentat și prezentat prin definirea următorilor factori, influențe și sub-procese interdependente (Lovric et al, 2008): definirea profilului de investitor prin prisma atitudinii față de risc, diversificarea portofoliului, măsurarea performanței portofoliului, procesul informațional, influența socială și emoția.

Din dorința de a prezenta evoluția studierii comportamentului investitorului, capitolul trei abordează un concept nou introdus în literatura de specialitate: neurofinanțele. Aceasta este o arie de cercetare relativ recentă, care urmărește să obțină un nivel mai bun de înțelegere al piețelor financiare și să evidențieze mecanismele neurobiologice care stau la baza luării de decizii financiare (Tseng, 2006). Neurofinanțele își propun să realizeze o reconciliere între finanțele tradiționale și cele comportamentale, demonstrând că **emoțiile sunt esențiale în procesul de luare de decizii**, în ciuda faptului că ele sunt totodată și componente ale biasurilor. Am trecut ulterior în revistă metodele cele mai des întâlnite pentru studierea comportamentului investitorilor, atât din sfera finanțelor tradiționale (sondajul, observația, experimentul), cât și din sfera neurofinanțelor, cu accent asupra electroencefalogrammei (EEG) și imagisticii prin rezonanță magnetică funcțională (fMRI/irmf), ca și perspectivă modernă de cercetare.

În ultima parte a celui de-al treilea capitol am analizat structura populației României din punct de vedere generațional și am subliniat principalele diferențe comportamentale dintre generații în ceea ce privește tendința de a investi.

Al patrulea capitol este dedicat exclusiv cercetării empirice la nivelul pieței de capital din România. Studii similare despre piața autohtonă în care a fost utilizată metoda sondajului de tip chestionar au fost conduse de către Vasilescu și Vătui (2004a, 2004b, 2004c), Dragotă și Șerbănescu (2010), dar numărul de variabile studiate a fost unul redus. Având în vedere cantitatea limitată de informații pe care o avem despre piața românească am ales să studiez un număr mai mare de variabile (20 în total), cu scopul de a îmbogăți literatura de specialitate românească. Un număr total de 110 răspunsuri individuale au fost stocate, iar 103 dintre respondenți sunt investitori activi pe piața de capital din România. Perioada de colectare a răspunsurilor a fost Martie-Mai 2022. Am utilizat diferite forme de analize statistice pentru interpretarea rezultatelor obținute: analiza descriptivă, analiza matricei de corelație Spearman, analiza diferențelor statistice, analiza factorială exploratorie și analiza de tip SEM (Structural Equation Modelling).

Rezultatul acestui studiu relevă o importanță relativ ridicată acordată de către investitori pentru rapoartele financiare corporative, bineînțeles, cu o diferențiere între formele de raportare incluse în cercetare. În decizia lor de investiție, jucătorii de pe piața de capital consideră cele mai utile secțiunile din raportările anuale care descriu politicile de raportare corporativă, poziția financiară a entității economice, analiza economico-financiară, dar și performanțele financiare raportate de către entitate. Cea mai mare importanță în modelarea deciziei de investiții, în comparație cu toate variabilele studiate, este însă acordată informațiilor divulgate prin situațiile financiare de sinteza politicilor contabile.

În urma aplicării analizei de corelație am observat o corelație negativă între aversiunea față de risc a investitorilor și frecvența cu care aceștia consultă informațiile disponibile la nivelul pieței de capital, fapt care denotă că investitorii care nu sunt dispuși să își asume un risc ridicat în procesul de luare a deciziilor financiare preferă să își fundamenteze decizia pe informații care sunt certificate de către auditorii financiari. Pot afirma că respondenții incluși în eșantion sunt calculați în decizii, evitând să reacționeze impulsiv la fluctuațiile de pe piața de capital. Aceasta afirmație este susținută de corelația pozitivă dintre variabila care reprezintă frecvența de accesare a informațiilor actuale și tendința investitorului de a vinde titluri de valoare ca reacție la fluctuații la nivelul pieței.

În vederea confirmării rezultatelor obținute, în ultima parte a capitolului patru, am aplicat testarea statistică a diferențelor determinate la nivelul răspunsurilor obținute, dar și o analiză factorială și transpunerea acestora într-un model de tip SEM.

La finalul fiecărui capitol se regăsesc concluziile preliminare, secțiuni în care prezint pe scurt elementele cheie tratate în fiecare capitol. Lucrarea se încheie prin Concluzii generale, limitări și direcții viitoare de cercetare și sintetizează conceptele tratate prin revizuirea literaturii de specialitate, dar și cele rezultate din analiza de conținut și din studiul empiric, cu limitările asociate și planuri viitoare de cercetare.

Rezultatele cercetării și diseminarea lor

Pe baza cercetării din primul capitol rezultă că pe lângă raportarea financiară, începe să joace un rol foarte important în comportamentul investitorilor și raportarea non-financiară, chiar dacă este încă un domeniu vast de cercetat și reglementat. Sustenabilitatea devine un factor înglobat în orice activitate și demers, iar companiile de pe piața reglementată din România recunosc acest concept ca și fundamental pentru o creștere sustenabilă, pentru progres, dar și pentru desfășurarea responsabilă a activităților financiare. Ramura non-financiară include și conceptul inovativ de raportare integrată, fiind răspunsul la nevoia investitorilor de a înțelege, într-un mod transparent, felul în care o companie își derulează afacerea și creează valoare adăugată.

Rezultatele cercetării teoretice din al doilea capitol arată că economia comportamentală încearcă să explice modul în care oamenii se comportă și iau decizii, modul în care folosesc prejudecățile și modul în care pot să fie sistematic iraționali dar totodată predictibili în comportamentul lor. Aceste aspecte teoretice sunt fundamentale pentru interpretarea rezultatelor empirice obținute în capitolul patru.

Analiza literaturii relevante din cadrul capitolului trei ne-a lărgit intențiile viitoare de cercetare, punând accent pe importanța pe care neuroeconomia o are în zilele noastre. Aceasta are drept scop

utilizarea informațiilor obținute din investigațiile creierului pentru a înțelege mai bine procesul de luare a deciziilor, dar și utilizarea rezultatelor pentru dezvoltarea tiparelor economice. Totodată, neuroeconomia furnizează un cadru empiric, detaliat din punct de vedere al calculului, pentru a teoretiza dependența de biasuri și euristici și folosește modele de alegere parametrizate ale economiei convenționale și comportamentale.

Ultimul capitol al lucrării permite atingerea obiectivelor propuse și validarea ipotezelor aferente. Datele furnizate de către eșantionul format din 103 investitori individuali, confirmă că situațiile financiare și non-financiare, au un impact asupra modelării deciziei de investiții, asocierea fiind confirmată cu ajutorul statisticii descriptive.

Rezultatele obținute prin cercetarea empirică, împreună cu interpretările susținute și de literatura de specialitate confirmă că raportările financiare au o valoare cognitivă în ceea ce privește comportamentul investitorilor de pe piața de capital din România. Factorul informații (disclosures) explică cea mai mare pondere din variația totală la nivelul eșantionului. Având în vedere importanța acordată acestui factor, consider că acele companii listate la bursă trebuie să țină pasul cu schimbările impuse de evoluția raportărilor corporative, aducând în prim plan date de interes pentru investitori. Astfel, în urma prelucrării datelor stocate ipotezele de lucru sunt confirmate:

- Informațiile divulgate prin situațiile financiare de sinteză a politicilor contabile au cea mai mare importanță în decizia de investiție în comparație cu toate celelalte variabile analizate – **se confirmă H1**;
- Aplicând modelul de tip SEM prin care a fost realizată o analiză de tip path în vederea evaluării impactului raportărilor corporative asupra aversiunii la risc a investitorilor, pe de o parte, și asupra comportamentului impulsiv al acestora, pe de altă parte, am constatat că o reducere a aversiunii la risc a investitorului conduce la un nivel mai ridicat de încredere în strategiile de investiții ale altor investitori – **se confirmă H2**.
- Intuiția investitorului și modul în care acesta face previziuni de investiții sunt condiționate de variabila care indică cunoștințele investitorului în utilizarea rapoartelor financiare – **se confirmă H3**;
- Există o corelație negativă între aversiunea la risc a investitorilor și frecvența cu care informațiile actuale de pe piața de capital sunt consultate, fapt care confirmă că investitorii nu își asumă un risc foarte ridicat în luarea unei decizii de investiții, preferând să își fundamenteze decizia pe informațiile prelucrate de către contabil și certificate de către auditori financiari (minimizarea riscului) – **se confirmă H4**;
- Există o corelație între variabila risc și nivelul de cunoștințe financiare – **confirmă H5**;
- Indiferent de cunoștințele financiare deținute, majoritatea respondenților dețin în portofoliu investiții în acțiuni – **se confirmă H6**.

Rezultatele cercetării au fost diseminate după cum urmează:

Participări la conferințe:

1. ICMEA 2018 (10th International Conference on Management Economics and Accounting), Alba Iulia, 9-10 Noiembrie 2018

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The Contribution of Financial Indicators Obtained by Analyzing Financial Statements in Making the Investment Decision*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Ovidiu Constantin Bunget

2. International Conference of Doctoral Students and Young Researchers "Emerging Markets Economics and Business", Oradea, 21 Noiembrie 2018

Lucrări în cadrul conferinței:

- *Financial Indicators and Methods used in the Investment Decision Process*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Ovidiu Constantin Bunget

3. ICMEA 2019 (11th Edition International Conference on Management Economics and Accounting), Alba Iulia, 14-15 Noiembrie 2019

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The Evolution of Financial Systems in the Globalization Context*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Ovidiu Constantin Bunget
- *The Importance of Ethics in the Relationship between Auditing and Accounting*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Daniela Petrașcu

4. EBEEC 2019 (The Economics of the Balkan and the Eastern European Countries), București, 10-12 Mai 2019

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The impact of publishing financial reports on Bucharest stock exchange listed companies*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Ovidiu Constantin Bunget

5. IMR 2020 - Interdisciplinary Management Research XVI Conference, Osijek, 7-9 Mai 2020

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The influence of National Culture on the Development of accounting*, autori: Daniela Pordea, Paul- Gheorghe Bahnean

6. 27th International Economic Conference of Sibiu – IECS 2020, Sibiu, 30 Octombrie 2020

Lucrări în cadrul conferinței:

- *Considerations on the European Accounting Harmonization in the Standardization Era*, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Daniela Pordea

7. 34th Eurasia Business and Economics Society Conference – EBES, Atena, 6-8 Ianuarie 2021

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The Impact of Earnings Management on Market Price per Share. A Quantitative Analysis on Listed UK Construction Companies*, autori: Daniela Pordea, Paul-Gheorghe Bahnean

8. 29th International Economic Conference of Sibiu – IECS 2022, Sibiu, 28 Octombrie 2022

Lucrări în cadrul conferinței:

- *The Quality of Financial Reporting. Investigating Its Practice and Understanding over Time*, Autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Daniela Petrascu

Lucrări științifice publicate:

1. Corporate Responsibility Reporting: A Content Analysis of Non-Financial Reports Issued by the Top Ten Companies listed on the Bucharest Stock Exchange Market, *Revista Economica* (2020), vol. 72(4), p. 120-138, autori: Nancy-Diana Panța, Paul-Gheorghe Bahnean;
2. The Dynamics of the Stock Exchange Investments after Publishing Financial Reports by the Bucharest Stock Exchange Listed Companies, Organizations and Performance in a Complex World, 26th International Economic Conference of Sibiu, *Springer Proceedings in Business and Economics* (2020), p. 1-9, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Ovidiu Constantin Bunget;
3. *Generational Particularities in Financial Behavior*, *Revista Economica* (2022), vol. 74(1), p. 8-17, autori: Paul-Gheorghe Bahnean, Nancy-Diana Panța;

Concluzii finale

Raportarea contabilă tradițională rezultă a fi insuficientă în procesul de generare de valoare pentru investitori și alte părți interesate. Așadar, datorită necesității unei **abordări multidimensionale** atât pentru conducerea unei companii dar și pentru utilizatorii acesteia, transparența modului în care o afacere creează valoare adăugată trebuie să se regăsească și la nivel informațional. Răspunsul la această necesitate o reprezintă raportarea non-financiară întrucât capitalul financiar nu constituie singura resursă utilizată de către o companie. În acest sens, indicatorii sociali, de mediu și de governanță ocupă o poziție importantă în cadrul rapoartelor anuale, oferind investitorilor informații despre sustenabilitate, responsabilitate socială și durabilitate.

Analizând conținutul rapoartelor non-financiare aferente anului 2019, publicate de primele 10 companii listate pe BVB (în funcție de valoarea de piață), rezultă că acestea s-au aliniat parțial standardelor internaționale de contabilitate IAS/IFSR. În ceea ce privește factorul de mediu, 60% dintre companiile analizate au inclus în propriile raportări sistemul de management de mediu ISO 14001, deșeurile și emisiile. În legătură cu factorul social, finanțarea CSR (70%) și diversitatea angajaților (60%) au fost cele mai menționate informații, iar pentru factorul de governanță, politica anticorupție (70%) și respectarea codului de governanță BVB (60%) au fost cele mai abordate teme.

Prin revizuirea literaturii de specialitate am putut arăta că decizia de investiție este un proces multidimensional iar, pe lângă raportările financiare publicate de către companiile listate, există un ansamblu complex de factori ce pot influența comportamentul individual al investitorilor. Din acest motiv apare o arie nouă de studiu a finanțelor, unde accentul este pus pe comportamentul irațional al investitorilor, bazat pe deviații psihologice comportamentale (Barber și Odean, 2001). Spre deosebire de finanțele tradiționale, unde investitorul este privit ca fiind modelul economic ideal al rasei umane (teoria *Homo Economicus*), ghidat de principii raționale care urmăresc maximizarea utilității, finanțele comportamentale explică comportamentul real al investitorilor influențat fiind de aspecte psihologice, sociale dar și de numeroase erori (biasuri). Ideile conturate în capitolul 2, potrivit cărora comportamentul investitorilor nu poate fi predictibil în totalitate, sunt susținute de cele mai studiate erori comportamentale ale investitorilor de pe piața de capital: *reprezentativitatea, ancorarea, biasul disponibilității, comportamentul de turmă, euristica familiarității și biasul autohton*.

Cu scopul de a realiza o reconciliere între finanțele tradiționale și cele comportamentale, s-a conturat o arie relativ nouă de cercetare, cea a neurofinanțelor, care demonstrează că emoțiile sunt fundamentale în procesul de luare de decizii chiar dacă ele sunt în același timp și componente ale biasurilor. Neurofinanțele explică diferite comportamente individuale de natură economică printr-

un model mai realist de luare a deciziilor care îmbină elemente de natură neurologică și fiziopsihologică cu studiile deja existente ale economiei comportamentale (Dedu și Turcan, 2010). Cele mai des întâlnite metode de cercetare ale neurofinanțelor sunt electroencefalograma (EEG) și imagistica prin rezonanță magnetică funcțională (fMRI), prezentate în capitolul 3 doar la nivel teoretic, având în vedere intenția viitoare de cercetare a temei (abordate în prezenta lucrare doar prin metode clasice de cercetare).

Susținut de cele prezentate anterior, pot afirma că investitorul individual este influențat de o multitudine de factori economici, sociali, și/sau psihologici, fapt confirmat și de studiul empiric prezentat în capitolul 4.

În vederea atingerii obiectivelor propuse și a validării ipotezelor, am realizat un studiu care are la bază atât o abordare calitativă, cât și o abordare cantitativă. Sursele de informații sunt primare și au fost colectate printr-un chestionar. Eșantionul a fost reprezentat de 103 investitori individuali de pe piața de capital din România.

Având în vedere volumul mare de date colectate prin difuzarea chestionarului, am recurs la analiza factorială (EFA), care a condus cercetarea spre cinci factori principali: informații (*disclosures*), comportament (*behaviour*), cunoștințe (*knowledge*), profilul de risc (*risk profile*) și dividende (*dividend*). Analiza statistică exploratorie a fost folosită pentru identificarea importanței situațiilor financiare și non-financiare în modelarea deciziei de investiții, confirmând ipoteza conform căreia există o asociere între raportările corporative și strategia de investiție a investitorilor.

Analiza (statistică) a diferențelor statistice a permis validarea ipotezelor de lucru, care presupun că nivelul de educație financiară determină diferențe semnificative în utilizarea intuiției în luarea deciziei de tranzacționare. În plus, modul în care un investitor își selectează titlurile de valoare pe care vrea să le tranzacționeze este în asociere cu nivelul de risc pe care acesta este dispus să îl accepte.

Rezultatul studiului realizat are implicații deosebite la nivel conceptual și practic pentru piața de capital din România, aducând o contribuție în definirea profilului investitorului de pe piața autohtonă, conturând un punct de ghidare în proiectarea și elaborarea rapoartelor financiare publicate de către companiile listate pe BVB.

Considerente etice

Cercetarea academică implică o responsabilitate științifică, morală și socială pe care cercetătorul trebuie să fie pregătit să și-o asume. Cercetătorul are obligația să justifice valabilitatea și utilitatea rezultatelor obținute, aducând un progres științific în cadrul societății.

În întocmirea prezentei lucrări de cercetare am respectat standardele de etică și conduită academică. Aspectele teoretice tratate și studiile anterioare utilizate sunt însoțite de specificarea surselor de inspirație.

Colectarea datelor pentru studiul empiric s-a realizat respectând Codul de Etică întocmit de ESOMAR. Respondenții au furnizat datele în mod voluntar, fiind utilizate doar în scopul cercetării.

Interpretarea rezultatelor a fost făcută cu integritate profesională și respectând standardele profesionale, iar limitările cercetării sunt prezentate mai jos.

Limitări și direcții viitoare de cercetare

Orice studiu de cercetare are și anumite limite care pot influența rezultatele obținute, iar acest studiu nu reprezintă o excepție. Totuși consider că aceste limite pot fi transpuse în direcții viitoare de cercetare.

În legătură cu cercetarea teoretică limitele sunt determinate de amploarea literaturii de specialitate pe tema tratată și o multitudine de cercetări empirice realizate de cercetători din întreaga lume.

Limitele studiului empiric face referire la metoda de colectare a datelor. Există posibilitatea ca respondenții chestionarului să fi interpretat eronat anumite întrebări, să nu fi alocat timp suficient pentru completarea întrebărilor din chestionar sau să fi fost lipsiți de motivație. Mărimea eșantionului poate să fie considerată în sine o limitare.

Ca și direcții viitoare de cercetare îmi propun:

- Extinderea eșantionului pentru studiul comportamentului investitorilor individuali;
- Extinderea perioadei de colectare a datelor primare privind valoarea cognitivă a raportărilor financiare;
- Folosirea tehnologiei de măsurare EEG și fMRI din sfera neurofinanțelor pentru a valida studiul actual;
- Studiul în detaliu din punct de vedere empiric al impactului raportărilor integrate asupra comportamentului investitorilor.

Consider că prezenta cercetare poate să fie văzută ca o perspectivă viitoare de studiu pentru alți cercetători interesați de același domeniu având în vedere că scopul principal de cercetare a fost atins.