

---

# Evaluarea comunicării cu investitorii a companiilor românești listate la bursă

---

*Conf. dr. Habil. Camelia-Daniela HAȚEGAN,*  
East European Center for Research in Economics and  
Business, Universitatea de Vest din Timișoara,  
e-mail: camelia.hategan@e-uvvt.ro

## Rezumat

*Relațiile cu investitorii și comunicarea financiară sunt o continuare provocare pentru guvernanta unei companii. O bună comunicare și o strânsă relație cu investitorii contribuie la consolidarea imaginii companiei și a creșterii încrederii tuturor părților interesate. Cercetările pe această temă au identificat cerințele care stau la baza unei comunicări eficiente a companiilor, respectiv existența unui departament privind relațiile cu investitorii, strategia de comunicare, practicile utilizate, conținutul comunicării și efectele acesteia. Scopul lucrării este de realiza o evaluare a nivelului comunicării înregistrat de companiile românești listate pe piața principală la Bursa de Valori București, pornind de la evaluarea efectuată de Asociația pentru Relații cu Investitorii la Bursă din România în corelație cu factorii care pot influența comunicarea, respectiv categoria de tranzacționare în care este listată compania, profitabilitatea, decizia de acordare a dividendelor, forma de proprietate a acționarului majoritar, existența raportărilor nefinanciare. Din modelul econometric propus a rezultat că toate variabilele testate influențează nivelul comunicării, dintre care categoria de tranzacționare și existența raportărilor nefinanciare au cea mai strânsă legătură. Nivelul comunicării cu investitorii a companiilor românești este încă redus, dar are o evoluție ascendentă în timp, astfel că la următoarea evaluare se va putea constata amplitudinea acestei evoluții și se vor putea identifica și alți factori de influență.*

**Cuvinte cheie:** relații cu investitorii, comunicare financiară, performanță, guvernanta, evaluare

**Clasificare JEL:** D83, G30, M14

**Vă rugăm să citați acest articol astfel:**

Hațegan, C-D., (2020), The Evaluation of the Communication of the Romanian Listed Companies with the Investors, *Audit Financiar*, vol. XVIII, no. 4(160)/2020, pp. 801-811, DOI: 10.20869/AUDITF/2020/160/027

**Link permanent pentru acest document:**

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2020/160/027>

Data primirii articolului: 11.06.2020

Data revizuirii: 17.06.2020

Data acceptării: 29.09.2020

## Introducere

Comunicarea financiară este un domeniu strâns legat de guvernanta companiilor. Structura guvernantei se adaptează în funcție de mărimea companiilor, precum și de numărul și structura acționarilor. Astfel, companiile listate la bursă sunt obligate prin lege să aprobe și să comunice public codurile proprii de guvernanta. O bună guvernanta și o bună comunicare despre situația unei companii cu toate persoanele interesate conduce la menținerea și creșterea reputației acesteia.

Relațiile cu investitorii presupun activități complexe care se bazează pe mai multe aspecte principale, și anume juridice, financiare și de comunicare (Hoffman, 2018), care conduc la o comunicare mai eficientă în ambele sensuri între companie și părțile interesate, așa cum precizează Institutul Național de Relații cu Investitorii din Statele Unite ale Americii (2003).

Importanța unei bune comunicări a companiilor listate la bursă se bazează pe regulile de guvernanta impuse companiilor listate de către bursele de valori, la nivel internațional, cât și în România. Pentru a evalua nivelul comunicării și conformarea companiilor listate cu codurile de guvernanta, bursele de valori au elaborat ghiduri practice și au măsurat nivelul comunicării prin departamente proprii ori au apelat la diverse organizații pentru această activitate (Guan & al., 2016). Astfel, în România, începând cu anul 2019, Bursa de Valori București (BVB) a colaborat cu Asociația pentru Relații cu Investitorii la Bursă din România (ARIR) pentru a evalua practicile de comunicare cu investitorii și de conformare cu Codul de Guvernanta Corporativă al BVB.

Cercetările privind relațiile cu investitorii și comunicarea financiară au un caracter interdisciplinar și au avut ca scop teme din mai multe domenii: managementul situațiilor de criză (Sisco, 2017) și managementul strategic (Kohler și Hoffmann, 2017); din științele juridice (Remun și Kuttis, 2017); din finanțe (Whitehouse, 2017) și din științele comunicării (Laskin, 2017). Pe lângă domeniile principale au mai fost tratate subiecte din alte domenii, cum ar fi: din filosofie s-a abordat rolul argumentării în comunicarea financiară și în relațiile cu investitorii (Palmieri, 2017) și importanța eticii în comunicare (Bowen & al., 2017; Venette și Iverson, 2017), iar din științe politice s-au studiat aspecte privind democrația (Duhe, 2017) și activismul acționarilor (Chandler, 2017; Uysal, 2017).

Lucrarea are ca scop evaluarea comunicării cu investitorii de către companiile listate la BVB și de a identifica care pot fi principalii factori care influențează comunicarea. Pentru a evidenția corelația dintre indicatorul comunicării și factorii care o influențează s-a construit un model econometric în care au fost incluse următoarele variabile: categoria de tranzacționare în care este listată compania, profitabilitatea, decizia de acordare a dividendelor, forma de proprietate a acționarului majoritar și existența raportărilor nefinanciare. Eșantionul selectat a cuprins companiile listate la BVB pe piața principală și a constat din 78 de companii, pentru care s-au luat în considerare evaluările efectuate de ARIR publicate în luna ianuarie 2020, precum și informațiile financiare pentru exercițiul încheiat la 31 decembrie 2018.

Contribuția cercetării la literatura de specialitate constă în analiza datelor disponibile privind nivelul comunicării și gradul de transparentă al informațiilor publicate de companiile listate la BVB, care poate fi o sursă de date pentru comparabilitate cu situația companiilor listate pe piețele internaționale.

Lucrarea este structurată astfel: următoarea secțiune conține o sinteză a literaturii relevante privind relațiile cu investitorii și comunicarea financiară. O a doua secțiune descrie metodologia cercetării. În secțiunea a treia se prezintă rezultatele cercetării pe baza interpretărilor statistice, iar ultima secțiune include concluziile, limitele studiului și direcțiile viitoare de cercetare.

## 1. Literatura de specialitate și cadrul de reglementare

### 1.1. Literatura de specialitate

Relațiile cu investitorii au un grad ridicat de complexitate, ceea ce a condus la cercetări interdisciplinare din mai multe domenii, respectiv finanțe, juridic, marketing, raportări financiare și comunicare. Hoffmann & al. (2018) au efectuat o revizuire a cercetărilor la nivel internațional privind relațiile cu investitorii, publicate în perioada 1990 -2016, pe baza unei selecții în bazele de date internaționale după cuvintele cheie *relațiile cu investitorii* și *comunicarea financiară*. Din studiul efectuat a rezultat că numărul cercetărilor publicate a crescut după anul 2009, după debutul crizei financiare, iar ca domenii de studiu cele mai multe publicații s-au încadrat în categoria *Afaceri și*

management, urmată de categoriile *Comunicare* și *Contabilitate*. Ca metode de cercetare, cea mai utilizată a fost cercetarea pe bază de chestionar, urmată de analiza de conținut și experimente. Autorii au concluzionat că cercetările privind relațiile cu investitorii se bazează pe 5 componente: (1) structura organizațională, respectiv existența unui departament privind relațiile cu investitorii, (2) strategia de comunicare, (3) instrumentele utilizate, (4) conținutul comunicării și (5) efectele acesteia.

Existența unui departament specializat în comunicarea cu investitorii este necesară deoarece persoanele din cadrul acestuia se pot ocupa mai intens de relația cu investitorii prin informarea lor permanentă cu privire la activitatea companiilor (Dindire, 2010). Acest departament trebuie să colaboreze cu departamentul financiar pentru a furniza investitorilor date credibile.

Strategia de comunicare a unei companii este foarte importantă, publicarea acesteia aduce valoare adăugată acționarilor, iar sinergia între comunicare și elementele financiare ale relațiilor cu investitorii este necesară (Laskin, 2014).

Practicile utilizate în relația cu investitorii se referă cel mai mult la instrumentele furnizate de contabilitate și constau în raportări financiare și nefinanciare (Laskin, 2014). Pe lângă aceste instrumente publicarea informațiilor se realizează pe website-urile companiilor și prin transmiterea comunicatelor de presă.

Conținutul comunicărilor este strâns legat de instrumentele utilizate, astfel încât cele mai multe informații sunt preluate din contabilitate și s-a urmărit respectarea conformității raportărilor cu reglementările, precum și raportările voluntare ale informațiilor nefinanciare (Gelb and Strawser, 2001). Practicile de raportare ale companiilor sunt evaluate de către instituțiile pieței de capital în vederea stabilirii gradului de transparență a informațiilor și de conformare voluntară la cerințele pieței de capital (Doan și McKie, 2017), precum și pentru dezvoltarea unor piețe financiare sustenabile, iar datele să poată fi utilizate la realizarea de studii comparative între țări (Dumitru și al., 2017).

Efectele comunicării eficiente se transpun în creșterea vizibilității și lichidității companiilor și în rentabilitatea pieței de capital (Adamska și Dabrowski, 2016), precum și într-o bună reputație a acestora (Gackowski, 2017).

## 1.2. Cadrul de reglementare al relațiilor cu investitorii și instrumente de evaluare a comunicării financiare în România

Comunicarea informațiilor financiare presupune o responsabilitate ridicată a companiilor, în special a celor cotate pe piețele financiare. Astfel, în scopul limitării răspândirii știrilor false privind activitatea companiilor și a efectelor negative ale acestora asupra investitorilor, Uniunea Europeană (2014) a emis *Regulamentul nr. 596*, prin care a reglementat condițiile abuzului de piață. Coroborat cu acest regulament, în România, Parlamentul (2014) a adoptat *Legea nr. 24*, care prevede cadrul juridic al operațiunilor de tranzacționare cu instrumente financiare pe o piață reglementată.

Pe baza legii menționate, Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF) a emis în anul 2018 *Regulamentul nr. 5* prin care se stabilesc condițiile de aplicare a acesteia. Referitor la aspectele de comunicare, regulamentul prevede formele de informare periodică și continuă pe care trebuie să le publice emitenții de valori mobiliare. Referitor la informarea periodică, regulamentul prevede obligația publicării rapoartelor anuale, semestriale și trimestriale. În ceea ce privește informarea continuă sunt cuprinse trei direcții: (1) raportarea deținerilor majore ale acționarilor și evoluția acestora, (2) raportarea continuă, care conține raportări privind: informațiile privilegiate care se referă în mod direct la activitatea companiei; tranzacțiile cu părțile afiliate la valori peste echivalentul a 50.000 euro, precum și rapoarte suplimentare solicitate auditorilor financiari și (3) informații pentru deținătorii de valori mobiliare referitoare la adunările generale ale acționarilor.

În ultimii ani BVB a fost implicată în evaluarea comunicării emitenților listați pe piața principală și a lansat „Carta Albă a Comunicării companiilor listate la bursă”, măsurare care a fost realizată pe parcursul a trei ediții, în perioada 2016-2017. Aceasta s-a referit la analize trimestriale ale website-urilor și ale comunicărilor transmise prin e-mail ale companiilor listate pe piața principală, iar la final rezultatele au fost cuprinse într-un raport care a fost făcut public.

În anul 2019, ARIR a preluat de la BVB evaluarea anterioară, pe baza căreia a creat indicatorul comunicării cu investitorii pentru companiile listate la bursă, denumit *Vektor*, pe baza unei metodologii de evaluare a relațiilor cu investitorii, în care au fost selectate 15 criterii grupate pe șase categorii, acordându-se fiecărui criteriu un punctaj maxim.

## 2. Metodologia de cercetare

Metodologia cercetării constă în analiza rezultatelor evaluării comunicării cu investitorii de către companiile listate, efectuată de ARIR, utilizând analiza logică și comparativă.

Eșantionul cuprinde 78 de companii cotate pe piața principală la BVB care au fost evaluate de ARIR, iar sursele de date au fost reprezentate de raportările financiare și nefinanciare aferente anului 2018 ale companiilor listate și de informațiile furnizate de organizația ARIR pe website-ul propriu.

Pe baza indicatorilor selectați s-a testat un model econometric privind corelația între valoarea indicatorului *Vektor* și factorii posibili de influență ai nivelului comunicării cu investitorii, utilizând o regresie liniară.

## 3. Rezultate

Din informațiile publicate de ARIR rezultă că au aderat la această organizație un număr de 8 companii (inclusiv BVB) și 3 persoane fizice și a fost înființată în luna noiembrie 2018, cu scopul de a oferi emitenților actuali și potențiali o platformă pentru dezvoltarea profesioniștilor în relația cu investitorii și pentru a contribui la implementarea celor mai bune practici în comunicarea cu investitorii. De la înființare organizația mai are încă 8 membri asociați și 2 membri afiliați.

În luna decembrie 2019, ARIR a efectuat evaluarea calitativă a criteriilor menționate în **Tabelul nr. 1**, pe baza informațiilor publice de pe website-urile companiilor analizate, iar rezultatele obținute au fost publicate în luna ianuarie 2020 și reevaluate la începutul lunii martie 2020.

**Tabelul nr. 1. Gruparea criteriilor de evaluare pe categorii**

Categorii	Punctaj
Relația cu investitorii – secțiune dedicată	1,5
Guvernanță corporativă	1,5
Abordare proactivă în relații cu investitorii	3,0
Instrumente interactive de relații cu investitorii	3,0
Acoperire de către analiști financiari	0,5
Sustenabilitate	0,5
<b>Total</b>	<b>10,0</b>

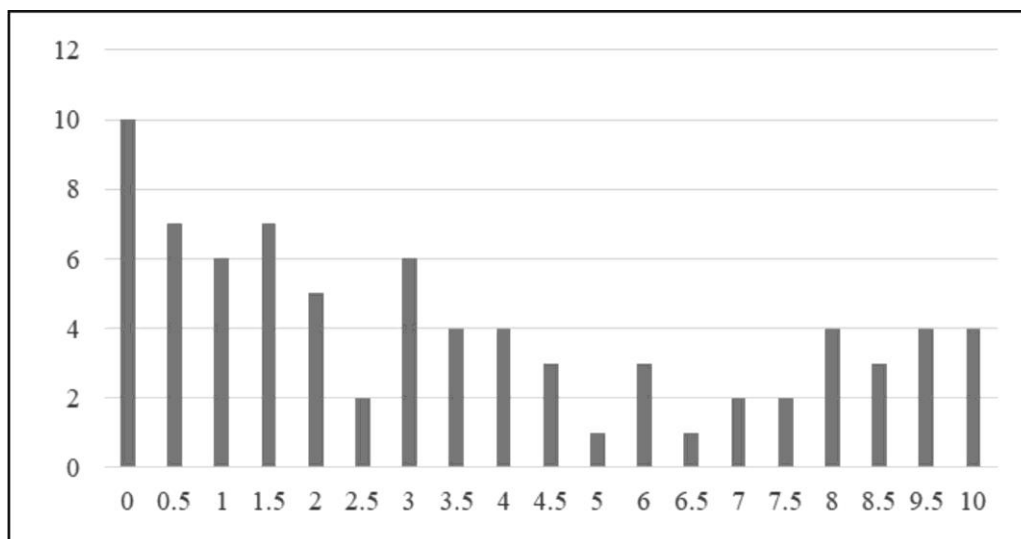
Sursa: Prelucrările autoarei, pe baza datelor publicate de ARIR, 2020

Din **Tabelul nr. 1** se observă că s-a acordat o importanță deosebită criteriilor privind promovarea practicilor pro și interactive în relația cu investitorii (60%), urmate de criteriile referitoare la existența unui birou al relațiilor cu investitorii și prezentarea informațiilor legate de guvernanța corporativă (30%), iar o pondere mai redusă s-a acordat criteriilor de realizare a analizelor financiare și a raportărilor nefinanciare (10%). Rezultatele evaluării sunt prezentate în **Figura nr. 1**, de unde se constată că numai 4 companii au obținut un punctaj maxim, iar 10 companii au avut un punctaj

minim, ceea ce influențează negativ media indicatorului *Vektor*.

Se pune întrebarea care ar fi principalii factori care influențează comunicarea cu investitorii, care dintre aceștia ar conduce la o comunicare mai bună. Pentru a răspunde la această întrebare au fost selectați indicatori financiari și nefinancieri a căror sinteză este prezentată în **Tabelul nr. 2**. Din tabel rezultă că numai 31% din companii au avut un punctaj mai mare de 5 (cu o medie de 8,08), în timp ce 69% din companii au înregistrat un punctaj mai mic de 5, cu o medie de 1,82.

**Figura nr. 1. Rezultatele evaluării – indicator Vektor**



Sursa: Prelucrările autoarei, pe baza datelor publicate de ARIR, 2020

Un indicator important îl reprezintă categoria de tranzacționare din care face parte compania, respectiv dacă este o companie lichidă din categoria Premium sau Internațional sau o companie care este încadrată în categoria Standard. Dacă analizăm acest criteriu observăm că 74% dintre companiile din categoria Premium sau Internațional au fost evaluate cu un punctaj mai mare decât 5, iar la cele din categoria Standard numai 8,5% din companii au înregistrat o valoare mai mare de 5.

Un alt indicator urmărit a fost profitabilitatea, dintre companiile profitabile o treime au fost notate peste 5, dar peste 90% dintre acestea se încadrează în categoria Premium. Indicatorul care reflectă dividendele acordate este în corelație strânsă cu profitabilitatea, astfel, dintre

companiile care au acordat dividende, 44% au înregistrat un punctaj mai mare decât 5.

Obligația întocmirii raportărilor nefinanciare este strâns legată de numărul de angajați. Astfel, conform Directivei Europene nr. 95/2014 companiile cu un număr mai mare de 500 angajați sunt obligate să publice raportările nefinanciare. Prin urmare, un sfert din companiile analizate aveau această obligație, din care majoritatea au fost evaluate peste 5. Având în vedere că numărul raportărilor nefinanciare este mai mare decât numărul companiilor cu peste 500 de angajați s-a constatat că au fost efectuate și raportări voluntare, ceea ce este de apreciat, astfel că mai mult de jumătate din companiile care au raportat informații nefinanciare au obținut un punctaj mai mare de 5.

**Tabelul nr. 2. Indicatorii analizați**

Val	Media	Total	Categorie		Profitabilitate		Dividende		Rap nefin		Nr. angajați	
			Pr/Int	Stand	Da	Nu	Da	Nu	Da	Nu	< 500	≥ 500
≥ 5	8,08	24	20	4	22	2	19	5	19	5	13	11
< 5	1,82	54	7	47	41	13	24	30	15	39	45	9
<b>Total</b>		<b>78</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>15</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>58</b>	<b>20</b>

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Un alt indicator luat în considerare a fost forma de proprietate a acționarului majoritar, deoarece acționarul este cel care decide asupra companiei și este cunoscut faptul că sunt diferențe în conducerea și administrarea afacerii în funcție de comportamentul acționarului. Din **Tabelul nr. 3** se observă că 74,40% din companii sunt deținute de persoane fizice și companii private, urmate de companiile deținute de societățile de investiții financiare în proporție de 11,50%, de cele deținute de organismele statului cu 10,25% și de cele deținute de asociațiile de salariați în urma

proceselor de privatizare în proporție de 3,85%. S-a observat pe fiecare tip de acționar majoritar că entitățile de stat au avut evaluări mai bune decât celelalte tipuri în proporție de 75%, în timp ce numai 30% din companiile private au fost evaluate cu peste 5 puncte. Rezultate slabe au înregistrat companiile deținute de societățile de investiții, precum și cele ale asociațiilor salariaților. O motivație a acestora ar fi că puterea de decizie fiind concentrată masiv nu au considerat că ar fi cazul să comunice public cu acționarii majoritari sau cu alte persoane interesate.

**Tabelul nr. 3. Formele de organizare ale acționarului majoritar**

Tip acționari	Cod	Număr comp	Din care, valoarea Vektor	
			≥ 5	< 5
Stat	1	8	6	2
Societăți de investiții	2	9	1	8
Privat	3	58	17	41
Asociații angajați	4	3	0	3
<b>Total</b>		<b>78</b>	<b>24</b>	<b>54</b>

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Din corelarea informațiilor din **Tabelele nr. 2 și nr. 3** rezultă profilul companiilor care au înregistrat evaluări acceptabile, acestea fiind preponderent din categoria Premium, au obținut profit, au acordat dividende, au întocmit raportări nefinanciare și trei sferturi dintre acestea au avut capital privat.

Prin urmare, pentru a evidenția statistic care sunt principalii factori care reflectă corelația dintre variabila dependentă – valoarea indicatorului Vektor și variabilele independente reprezentate prin caracteristicile companiilor, arătate în **Tabelele 1, 2 și 3**, va fi testat un

model econometric, printr-o ecuația de regresie liniară de tip multifactorială, pe baza următoarei formule:

$$V = \alpha_{it} + \beta_1 C + \beta_2 P + \beta_3 D + \beta_4 A + \beta_5 N + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Pentru a determina puterea de explicare a modelului propus, testarea ipotezei se va realiza prin mai multe modele, în care se vor include toate variabilele independente, precum și testarea numai cu variabilele a căror semnificație statistică va fi mai relevantă. În **Tabelul nr. 4** este prezentat modul de evaluare a indicatorilor menționați.

**Tabelul nr. 4. Descrierea variabilelor**

Variabila	Mod de reprezentare
Vektor (V)	0 la 10 conform metodologiei ARIR
Categoria de tranzacționare (C)	1 – dacă este încadrată în categoria Premium sau Internațional 0 – dacă este încadrată în categoria Standard
Profitabilitate (P)	1 – dacă compania a înregistrat profit 0 – dacă compania a înregistrat pierdere
Dividende acordate (D)	1 – dacă compania a acordat dividende 0 – dacă compania nu a acordat dividende
Acționarul majoritar – tip (A)	1 – dacă acționarul majoritar este statul 2 – dacă acționarul majoritar este o societate de investiții 3 – dacă acționarul majoritar este privat (persoane fizice și companii private) 4 – dacă acționarul majoritar este asociația salariaților
Intocmirea raportărilor nefinanciare (N)	1 – dacă compania a întocmit raportări nefinanciare 0 – dacă compania nu a întocmit raportări nefinanciare

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Statistica descriptivă a indicatorilor analizați este prezentată în **Tabelul nr. 5**, de unde rezultă că variabila dependentă Vektor are valoarea medie de 3,72, o valoare redusă, care se datorează faptului că un număr mare de companii nu au obținut un punctaj mai mare sau egal cu 5, respectiv 69%, conform datelor din **Tabelul nr. 2**. Media punctajului companiilor listate din categoria Premium este de 7,34, ceea ce arată că entitățile din această categorie sunt preocupate să aibă o relație mai bună cu investitorii.

Pentru variabilele care au fost evaluate cu valori de 1 sau 0 se observă că din numărul total de observații, de 78 de companii, o pondere de 35% dintre acestea se încadrează în categoria Premium sau Internațional, iar 65% în categoria Standard. De asemenea, în proporție de 81% companiile au înregistrat profit în anul 2018, dar numai 55% au acordat dividende din profitul obținut. Referitor la întocmirea raportărilor nefinanciare, 44% din companii au făcut publice aceste raportări, ceea ce a influențat la obținerea unui punctaj mai mare.

În ceea ce privește indicatorul formei de proprietate a acționarului majoritar, se observă că ponderea cea mai mare o deține sectorul privat, confirmat de coeficientul 2,72, apropiat de valoarea 3, dar și datorită faptului că statul este acționar majoritar numai într-o proporție de 10% din companiile analizate.

**Tabelul nr. 5. Statistica descriptivă**

Variabile	Media	Eroare standard	Deviație standard
V	3,7244	0,3698	3,2660
C	0,3462	0,0542	0,4788
P	0,8077	0,0449	0,3967
D	0,5513	0,0567	0,5006
A	2,7179	0,0793	0,7006
N	0,4359	0,0565	0,4991

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Corelația între cele 6 variabile analizate este prezentată în **Tabelul nr. 6**, din care rezultă că variabila dependentă Vektor (V) este într-o corelație pozitivă strânsă cu categoria companiilor (0,73) și întocmirea raportărilor nefinanciare (0,54) și într-o corelație moderată cu acordarea dividendelor (0,41) și profitabilitatea (0,31).

Dintre variabilele independente, cele mai relevante corelații pozitive identificate sunt între profitabilitate și acordarea dividendelor (0,54), care este o corelație logică, dar și între categoria companiilor și întocmirea raportărilor nefinanciare (0,34) și acordarea dividendelor (0,33).

**Tabelul nr. 6. Matricea corelațiilor**

	V	C	P	D	A	N
V	1					
C	0,7345	1,0000				
P	0,3094	0,2183	1,0000			
D	0,4079	0,3313	0,5408	1,0000		
A	-0,2274	-0,2085	-0,0575	-0,1804	1,0000	
N	0,5368	0,3386	0,2321	0,2732	-0,1638	1

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Modelul econometric a fost testat cu toate variabilele independente,

iar în **Tabelul nr. 7** sunt prezentate rezultatele regresiei.

**Tabelul nr. 7. Rezultatele regresiei pentru Model 1**
**Regression Statistics**

Multiple R	0,9203
R Square	0,8469
Adjusted R Square	0,8248
Standard Error	1,9979
Observation	78

## ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	5	1611,8602	322,3720	80,76	0,0000
Residual	73	291,3898	3,9916		
Total	78	1903,25			
	Coeficienți	Eroare statistică	t Stat	P-value	
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A	
C	4,0680	0,5223	7,7886	0,0000	
P	0,7203	0,6590	1,0930	0,2780	
D	0,6758	0,5657	1,1946	0,2361	
A	0,1603	0,1617	0,9910	0,3250	
N	2,0036	0,4916	4,0760	0,0001	

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Din **Tabelul nr. 7** rezultă că există o legătură semnificativă între variabile, respectiv modificarea variabilelor independente influențează într-o proporție de 85% modificarea variabilei dependente. Modelul se validează numai pentru variabilele C și N, concluzionând că indicatorul Vektor poate fi influențat numai de aceste variabile.

Pentru a verifica dependența între variabile au fost testate modele cu 3 variabile independente, în care s-au păstrat cele 2 variabile validate din Model 1 (C și N), la care se adaugă câte o variabilă care nu s-a validat

statistic, respectiv cele care au avut coeficienți de regresie subunitari.

În continuare, în Model 2 se adaugă variabila P la cele două variabile validate. În urma prelucrării statistice a rezultat faptul că modificarea celor trei variabile influențează într-o proporție de 84% modificarea variabilei dependente, iar Multiple R arată o legătură foarte puternică între ele (**Tabelul nr. 8**), deci, având în vedere și creșterea coeficienților statistici față de Model 1, acesta poate fi considerat validat.

**Tabelul nr. 8. Rezultatele regresiei pentru Model 2**

## Regression Statistics

Multiple R	0,9178
R Square	0,8423
Adjusted R Square	0,8248
Standard Error	2,0004
Observation	78

## ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	1603,1234	534,3745	133,54	0,0000
Residual	75	300,1266	4,0017		
Total	78	1903,25			

	Coeficienți	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A
C	4,1951	0,5106	8,2156	0,0000
N	2,1045	0,4874	4,3178	0,0000
P	1,5140	0,3621	4,1807	0,0001

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

În Model 3 se adaugă variabila D, care, de asemenea, arată o legătură strânsă între cele 3 variabile

independente și variabila dependentă, de 83%, conform datelor din Tabelul nr. 9.

**Tabelul nr. 9. Rezultatele regresiei pentru Model 3**

Regression Statistics	
Multiple R	0,9123
R Square	0,8324
Adjusted R Square	0,8146
Standard Error	2,0626
Observation	78

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	1584,1894	528,0631	124,13	0,0000
Residual	75	319,0606	4,2541		
Total	78	1903,25			

	Coefficienți	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A
C	4,2185	0,5356	7,8765	0,0000
N	2,4007	0,4828	4,9723	0,0000
D	1,5185	0,4385	3,4627	0,0009

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

În Modelul 4 se adaugă variabila A și se constată, de asemenea, o legătură strânsă între variabile, deoarece

modificarea tipului acționarului majoritar poate influența variabila dependentă cu 83% (Tabel nr. 10).

**Tabelul nr. 10. Rezultatele regresiei pentru Model 4**

Regression Statistics	
Multiple R	0,9137
R Square	0,8348
Adjusted R Square	0,8171
Standard Error	2,0473
Observation	78

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	1588,8955	529,6318	126,36	0,0000
Residual	75	314,3545	4,1914		
Total	78	1903,25			

	Coefficienți	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A
C	4,4572	0,5073	8,7854	0,0000
N	2,3280	0,4841	4,8093	0,0000
A	0,3934	0,1079	3,6459	0,0005

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Rezultatele prelucrării statistice, centralizate în **Tabelul nr. 11**, confirmă ipoteza că Vektor este influențat cel mai mult de *categoria companiilor (C)* și de *întocmirea raportărilor nefinanciare (N)*. Celelalte 3 variabile (P, D și A) nu au o influență împreună cu celelalte variabile asupra Vektor, dar din Modelul 1 a rezultat că dau o mai mare putere explicativă acestuia. Totuși, din regresiile

cu 3 variabile independente se constată că și aceste variabile sunt semnificative statistic, valoarea coeficienților statistici fiind în creștere semnificativă. De asemenea și la variabilele C și N se constată o îmbunătățire a rezultatelor regresiilor, pentru variabila C cele mai bune rezultate s-au înregistrat în Model 4, iar pentru variabila N în Model 3.

**Tabelul nr. 11. Rezultatele prelucrării statistice**

Indicatori	Regresie 5 variabile dependente				Regresie 3 variabile dependente				Model
	Coeficienți	Eroare statistică	t Stat	P-value	Coeficienți	Eroare statistică	t Stat	P-value	
C	4,0680	0,5223	7,7886	0,0000					
P	0,7203	0,6590	1,0930	0,2780	1,5140	0,3621	4,1807	0,0001	Mod 2
D	0,6758	0,5657	1,1946	0,2361	1,5185	0,4385	3,4627	0,0009	Mod 3
A	0,1603	0,1617	0,9910	0,3250	0,3934	0,1079	3,6459	0,0005	Mod 4
N	2,0036	0,4916	4,0760	0,0001					

Sursa: Prelucrările autoarei, 2020

Prin urmare, indicatorul Vektor este un indicator care poate fi corelat cu toate variabilele testate în modelele prezentate anterior.

## Concluzii

Relațiile cu investitorii și comunicarea aspectelor financiare și nefinanciare rezultate din activitatea companiilor listate la bursă se realizează pe baza unui cadru reglementat și cu respectarea cerințelor organismelor de supraveghere financiară. Pentru prevenirea și sancționarea știrilor false despre situația unei companii de interes public s-au aprobat reglementări care să protejeze investitorii și să asigure încrederea acestora asupra faptului că informațiile publicate de companii au o bază reală.

Obiectivul lucrării a constat în evaluarea nivelului de comunicare realizat cu investitorii de către companiile listate la BVB și în identificarea principalilor factori care au influențat comunicarea: categoria de tranzacționare în care este listată compania, profitabilitatea, decizia de acordare a dividendelor, forma de proprietate a acționarului majoritar și existența raportărilor nefinanciare.

Din analiza efectuată a rezultat că nivelul comunicării a fost destul de redus, în valoare de 3,72 pe scala de la 0 la 10. Companiile care au înregistrat cele mai bune evaluări au fost preponderent din categoria Premium, au obținut profit, au acordat dividende, au întocmit raportări

nefinanciare și trei sferturi dintre acestea au avut capital privat.

Din modelul econometric propus s-a desprins faptul că există o relație directă între indicatorul comunicării și toți factorii identificați, dar cea mai strânsă legătură există între categoria de tranzacționare în care este listată compania și existența raportărilor nefinanciare.

Rezultatele cercetării efectuate au fost confirmate și în alte lucrări de specialitate, în care s-a arătat că o bună comunicare a aspectelor nefinanciare contribuie la creșterea reputației companiilor și implicit a indexului de evaluare a companiei (Adamska și Dabrowski, 2016; Brennan și Merkl-Davies, 2018.)

Concluzia principală desprinsă din lucrare este că o bună comunicare conduce la o bună reputație a companiilor, iar creșterea nivelului de comunicare trebuie să fie o preocupare continuă și permanentă a organelor de administrare a companiilor, care va conduce la creșterea valorii de piață a acestora și va atrage cât mai mulți investitori. De asemenea, întocmirea și publicarea raportărilor nefinanciare contribuie în mare măsură la o mai mare transparență a comunicării cu investitorii.

Implicații practice ale lucrării se bazează pe prezentarea corelației privind legătura interdisciplinară între domeniul comunicare și relații publice și domeniul financiar. Totodată, modelul econometric realizat poate fi o sursă pentru cercetări viitoare în vederea testării sau îmbunătățirii acestuia.

Lucrarea aduce o contribuție la cunoașterea realității din domeniul relațiilor publice și a comunicării financiare a companiilor, fiind o sursă pentru cercetători în domeniul comunicării și relațiilor publice, precum și pentru practicienii profesiei contabile, prin informațiile referitoare la importanța unei comunicări financiare complete și relevante.

Limitele cercetării au constat în faptul că a fost utilizată culegerea manuală a datelor, analiza a fost efectuată

doar pentru situația existentă la un moment dat și pe o singură piață financiară. Direcțiile viitoare de cercetare se pot concretiza în identificarea altor variabile care pot influența nivelul comunicării, precum și o analiză a evoluției nivelului de comunicare după publicarea următoarei evaluări care va fi efectuată de ARIR. De asemenea, studiul se poate extinde prin analize comparative privind gradul de comunicare financiară a companiilor cotate pe mai multe piețe financiare.

## BIBLIOGRAFIE

1. Adamska, A., & Dabrowski, T. J. (2016). Do investors appreciate information about corporate social responsibility? Evidence from the Polish equity market. *Inzinerine Ekonomika/Engineering Economics*, 27(4), 364-372.
2. Bowen, S. A., Moon, W. K., & Kim, J. K. (2017). Ethics in Financial Communication and Investor Relations: Stakeholder Expectations, Corporate Social Responsibility, and Principle-Based Analyses. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 71-85.
3. Brennan N.M. & Merkl-Davies D. M. (2018.) Do firms effectively communicate with financial stakeholders? A conceptual model of corporate communication in a capital market context, *Accounting and Business Research*, 48:5, 553-577, DOI: 10.1080/00014788.2018.1470143
4. Chandler, C. S. (2017). More Than a Zero-Sum Game Integrating Investor and Public Relations to Navigate. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 197.
5. Dindire, L. (2010). The Use of the Public Relations Opportunities in the Financial Environment. Public Relations and Audit, *Audit Financiar*, Bucharest Vol. 8, Iss. 5: 29-35.
6. Doan, M. A., & McKie, D. (2017). Financial investigations: Auditing research accounts of communication in business, investor relations, and public relations (1994–2016). *Public Relations Review*, 43(2), 306-313.
7. Duhé, S. (2017). Shareholder Democracy in the Digital Age. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 61.
8. Dumitru, M., Dyduch, J., Gușe, R. G., & Krasodomska, J. (2017). Corporate reporting practices in Poland and Romania—an ex-ante study to the new non-financial reporting European Directive. *Accounting in Europe*, 14(3), 279-304.
9. Gackowski, T. (2017). The idea of investor relations in the modern economy: a communication approach, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30:1, 1-13, DOI: 10.1080/1331677X.2016.1265894
10. Gelb, D.S. and Strawser, J.A. (2001), "Corporate social responsibility and financial disclosures: an alternative explanation for increased disclosure", *Journal of Business Ethics*, Vol. 33 No. 1, pp. 1-13.
11. Guan, P., Liangrong S., and Haimin C. (2016). Study on Internet Investor Relations Management Evaluation of Listed Companies in China. *Accounting and Finance Research* Vol. 5, No. 1, 121-129
12. Hoffmann, C. P., Tietz, S., Hamann, K. (2018). Investor relations – a systematic literature review", *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 23 Issue: 3, pp.294-311, <https://doi.org/10.1108/CCIJ-05-2017-0050>
13. Köhler, K., & Hoffmann, C. P. (2017). Integrated reporting: Bridging investor relations and strategic management. *The handbook of financial communication and investor relations*, 209-219.
14. Laskin, A. (2014). Strategic Financial Communication. *International Journal of Strategic Communication*, 8(3), 127-129.
15. Laskin, A. V. (2017). Investor relations and financial communication: The evolution of the

- profession. *The handbook of financial communication and investor relations*, 1-22.
16. Remund, D. L., & Kuttis, K. (2017). Securities Law for Financial Communication and Investor Relations in the United States, 1929–2016. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 127-136.
  17. Sisco, H. F. (2017). Financial Crisis Management and Wells Fargo Reputation or Profit? *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 319.
  18. Uysal, N. (2017). Faith-Based Investor Activism for Corporate Environmental Responsibility. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 245.
  19. Venette, S. J., & Iverson, J. O. (2017). Communicative Enactment of Virtue A Structural Approach to Understanding. *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations*, 87.
  20. Whitehouse, M. (2017). Financial analysts and their role in financial communication and investor relations. *Handbook of financial communication and investor relations*, 117-126.
  21. ARIR (2019). Metodologia VEKTOR, disponibil la [https://www.ir-romania.ro/wp-content/uploads/ARIR-VEKTOR\\_criterii\\_RO\\_final.pdf](https://www.ir-romania.ro/wp-content/uploads/ARIR-VEKTOR_criterii_RO_final.pdf) (accesat la data de 04.06.2020).
  22. ARIR (2020). Rezultate VEKTOR indicatorul comunicării cu investitorii pentru companiile listate la bursă. disponibil la [https://www.ir-romania.ro/wp-content/uploads/VEKTOR\\_-rezultate\\_RO\\_reevaluare-2.03.2020.pdf](https://www.ir-romania.ro/wp-content/uploads/VEKTOR_-rezultate_RO_reevaluare-2.03.2020.pdf) (accesat la data de 04.06.2020).
  23. Autoritatea de Supraveghere Financiară (2018). Regulamentul nr. 5 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, *Monitorul Oficial*, Partea I nr. 478 din 11 iunie 2018 (accesat la data de 04.06.2020).
  24. Bursa de Valori București (2017). Carta Albă a Comunicării Companiilor Listate. disponibil la [http://www.bvb.ro/info/CartaAlba3\\_RO.pdf](http://www.bvb.ro/info/CartaAlba3_RO.pdf) (accesat la data de 04.06.2020).
  25. National Investor Relations Institute Board of Directors (2003), “Definition of investor relations”, disponibil la: [www.niri.org/about-niri](http://www.niri.org/about-niri) (accesat la data de 05.06.2020).
  26. Parlamentul European și Consiliul Uniunii Europene (2014). Directiva Europeană nr. 95 de modificare a Directivei 2013/34/UE în ceea ce privește prezentarea de informații nefinanciare și de informații privind diversitatea de către anumite întreprinderi și grupuri mari, *OJ L 94*, 28.3.2014 (accesat la data de 04.06.2020).
  27. Parlamentul European și Consiliul Uniunii Europene (2014). Regulamentul nr. 596 privind abuzul de piață (regulamentul privind abuzul de piață) și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei, *OJ L 173*, 12.6.2014, p. 1–61 (accesat la data de 04.06.2020).
  28. Parlamentul României (2017). Legea nr. 24 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, *Monitorul Oficial*, Partea I nr. 213 din 29 martie 2017 (accesat la data de 04.06.2020).