

---

# Analiza influenței reglementărilor contabile și de audit asupra deciziilor privind strategiile de creștere externă din industria din România

---

Dr. George-Marian AEVOAE,  
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,  
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași,  
e-mail: aevoae@gmail.com

## Rezumat

**Scop** – Scopul acestei lucrări îl reprezintă identificarea șanselor ca un anumit tip de investitor să investească într-o companie țintă din domeniul industriei, ținând cont de practicile contabile practicate și/sau opinia de audit, la care se adaugă anumite informații financiare ce țin de mărime și rentabilitate. De asemenea, este analizată influența acestor factori asupra deciziei de achiziție, reflectată în valoarea tranzacției.

**Metodologie** – Pentru testarea și validarea ipotezelor de lucru sunt utilizate regresia multinominală logistică, modelele liniare generalizate și analiza factorială a corespondențelor multiple, folosind un eșantion de 631 achiziții de la Bursa de Valori București.

**Rezultate** – Investitorii neidentificați (în speță, persoanele fizice) sunt interesați de mărimea companiei, în timp ce investitorii persoane juridice au în vedere calitatea informațiilor transmise de compania țintă, care aplică IFRS și are situațiile financiare anuale asupra cărora auditorii își exprimă o opinie. Rentabilitatea este un factor de influență pentru investitorii nelistați. Prețul pe care acești investitori decid să îl plătească în tranzacție este influențat pozitiv de toți factorii anterior menționați.

**Originalitate** – Studiul oferă o perspectivă asupra tipurilor de investitori care activează la BVB și asupra factorilor care influențează șansele ca ei să plătească un anumit preț pentru cota de capital.

**Cuvinte cheie:** achiziții; taxonomia lui Pavitt; Bursa de Valori București; investitori; opinie fără rezerve;

**Clasificare JEL:** E22, G32, M42, M48, O16

### Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Aevoae, G.-M. (2022), The Influence of Accounting and Auditing Regulations on Decisions Regarding External Growth Strategies in Romanian Industry, *Audit Financiar*, vol. XX, no. 3(167)/2022, pp. 471-483, DOI: 10.20869/AUDITF/2022/167/015

### Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2022/167/015>

Data primirii articolului: 1.06.2022

Data revizuirii: 8.06.2022

Data acceptării: 23.06.2022

## Introducere

Globalizarea comerțului a creat un imens potențial de piață pentru achiziții de afaceri, astfel încât firmele să își consolideze poziția competitivă, să sporească creșterea afacerilor și averea acționarilor. În acest fel este justificată utilizarea lor de către entitățile economice, având un potențial masiv de stabilizare/creștere a activității. În literatura și practica economică, aceasta poartă denumirea de sinergie, în ciuda numărului ridicat de eșecuri din domeniu (Junni *et al.*, 2015; Thanos și Papadiakis, 2012).

Motivațiile care stau la baza fuziunilor și achizițiilor (F&A), ca strategii de creștere externă, sunt multiple și au la bază factori interni ai companiilor implicate, dar și factori care țin de economiile în care acestea activează. Dintre cele mai evidente amintim: supraviețuirea – strategie ce se pretează pentru companiile cu capitalizare slabă, aflate într-o poziție defensivă sau care înregistrează o cotă de piață în scădere (Capron, 2016), economiile de scop sau diversificarea – aplicabilă mai ales în cazul operațiunilor de tip conglomerat sau al fuziunilor și achizițiilor verticale, care au drept scop extinderea în amonte sau aval sau chiar într-un domeniu complet diferit (Chen, 2020), protecția – căutarea unui partener pentru a contracara situații negative, cum ar fi concurenți noi pe piață, pierderea unor patente (Dell'Acqua *et al.*, 2018), creșterea – în care se implică companii aflate într-o poziție ofensivă, care au ca intenție creșterea cotei de piață sau a profitabilității (Dong și Doukas, 2021) sau inovarea – accesarea unui know-how care ar fi mult mai dificil să fie creat decât achiziționat (Kanungo, 2021; Zhang și Yang, 2021). De asemenea, achizitorii pot cumpăra titluri în companii țintă care nu le permit controlul acestora, ci au la bază motivații mai simple, cum ar fi accesul la resurse, la progres tehnologic (scop comun cu achizițiile unei cote de control) sau obținerea de dividende (Osiichuk și Wnuczak, 2021; Aevoae *et al.*, 2021).

România este o piață atipică din punct de vedere al operațiunilor de creștere externă, caracterizată de fuziuni între societăți mici, de tip SRL, de multe ori aparținând membrilor aceleiași familii. Achizițiile, pe de altă parte, au loc majoritar cu implicarea societăților cotate la Bursa de Valori București, fie în postura de achizitor, fie în cea de companie achiziționată.

Redeschisă la 21 aprilie 1995, Bursa de Valori București a înregistrat prima ședință de tranzacționare la 20 noiembrie a aceluiași an și s-a dezvoltat în continuu de atunci, în

ciuda faptului că, de-a lungul anilor, creșterea nu s-a ridicat la nivelul așteptărilor analiștilor și investitorilor. Motivele sunt multiple, de la instabilitatea macroeconomică la lipsa de transparență a pieței privind câștigurile de capital și, nu în ultimul rând, la tratamentul investitorilor minoritari (Botika, 2012). Cu toate acestea, România este în prezent o economie emergentă, după cum atestă institutele și organizațiile internaționale (FTSE Russell, 2020; FMI, 2021). Din perspectiva sistemului privat de afaceri, persoanele juridice sunt sufocate de impozitare excesivă și de un aparat de stat supradimensionat. De asemenea, oferta bancară este limitată, companiile din România fiind determinate să apeleze la strategii de tipul fuziunilor și achizițiilor pentru a-și acoperi necesarul de finanțare sau pentru a-și duce la îndeplinire obiectivele de creștere externă. Când privește operațiunile de achiziții din România, acestea sunt în mare parte minoritare (Dicu *et al.*, 2020; Botika, 2012). În acest context, ideea prezentului studiu se bazează, pe de o parte, pe tipurile de achizitori care participă la achiziții, considerând, ca factori de influență, caracteristicile financiare ale companiei țintă (Campagnolo și Vincenti, 2022; Rozen-Bakher, 2018), faptul că este companie auditată sau nu (ceea ce oferă un plus de încredere investitorilor) (Jiang *et al.*, 2019; Sterin, 2020), precum și reglementările contabile aplicate (reglementările naționale sau Standardele Internaționale de Raportare Financiară) (Akgün, 2021; Mironiuc *et al.*, 2015), informații disponibile pentru anul anterior operațiunii. Avem în vedere faptul că atât pe piața financiară, cât și în cazul operațiunilor de fuziuni și achiziții calitatea informațiilor financiare raportate de companii este determinată de un ansamblu de factori, meniți să contribuie la asigurarea unei utilități sporite a acesteia pentru investitori (Carp *et al.*, 2022; Carp și Toma, 2018). A doua parte a studiului este dedicată identificării factorilor ce afectează decizia de achiziție, caracterizată prin valoarea tranzacției (Luo, 2005; Alahakoon, 2021).

Având în vedere literatura recentă în domeniul fuziunilor și achizițiilor, considerăm următoarele întrebări de cercetare:

RQ1: *Existența unui raport de audit poate determina anticiparea unui anumit tip de investitor (companie listată, companie nelistată, investitor neidentificat – persoană fizică)?*

RQ2: *Aplicarea reglementărilor contabile naționale / a Standardelor Internaționale de Raportare Financiară reprezintă un factor de influență în stabilirea tipului de investitor pentru o anumită companie țintă?*

RQ3: Performanța companiei cotate permite anticiparea unui anumit tip de investitor?

RQ4: Reglementările contabile și de audit, dar și performanța companiilor țintă din domeniul industriei, cotate la Bursa de Valori București, sunt factori care pot influența în mod semnificativ prețul plătit într-o achiziție?

Astfel, obiectivele lucrării sunt orientate în două direcții. Pe de o parte, se au în vedere șansele ca un anumit tip de investitor să participe la achiziții totale sau parțiale ale companiilor țintă din domeniul industriei, pornind de la caracteristicile companiilor țintă, financiare (rentabilitatea și mărimea), dar și care țin de aspecte legate de audit și reglementările contabile aplicabile. În domeniul industriei, sunt avute în vedere categoriile taxonomiei lui Pavitt, dat fiind faptul că inovarea este una din cele mai importante motivații pentru care au loc fuziunile și achizițiile (Kanungo, 2021; Zhang și Yang, 2021; Ma și Liu, 2017).

Pentru a face această împărțire, am avut în vedere faptul că secțiunile A-G din CAEN Rev. 2 sunt asociate industriei, în timp ce secțiunile H-U compun serviciile, conform datelor oferite de Uniunea Europeană. Ulterior, aceleași caracteristici ale companiilor țintă sunt considerate ca factori de influență pentru decizia de achiziție, mai precis pentru valoarea tranzacției, respectiv prețul plătit de compania achizitoare (investitorii anterior menționați).

În cadrul studiului, utilizăm o bază de date compusă din 631 de achiziții ale companiilor din industrie, cotate la Bursa de Valori București, pe piața reglementată sau pe piața AeRO, care ulterior sunt sortate pe patru categorii, considerând taxonomia lui Pavitt. Prima parte a studiului este dedicată descrierii literaturii de specialitate și dezvoltării ipotezelor de lucru. A doua parte include prezentarea metodologiei cercetării, care include populația studiată și eșantionul propus spre analiză, precum și modelele pentru analiza datelor. Partea a treia include rezultatele și discuțiile studiului, acesta fiind finalizat cu un set de concluzii și limite observate.

## 1. Analiza literaturii de specialitate și dezvoltarea ipotezelor de lucru

Fuziunile și achizițiile au la bază multiple cauze, dar și obiective ale companiilor implicate. Între acestea, se remarcă îmbunătățirea averii/capitalului aferent fiecărui investitor (Beitel și Schiereck, 2001; Onalapo și Ajala, 2012; Jallow et al., 2017). Acest deziderat poate fi atins,

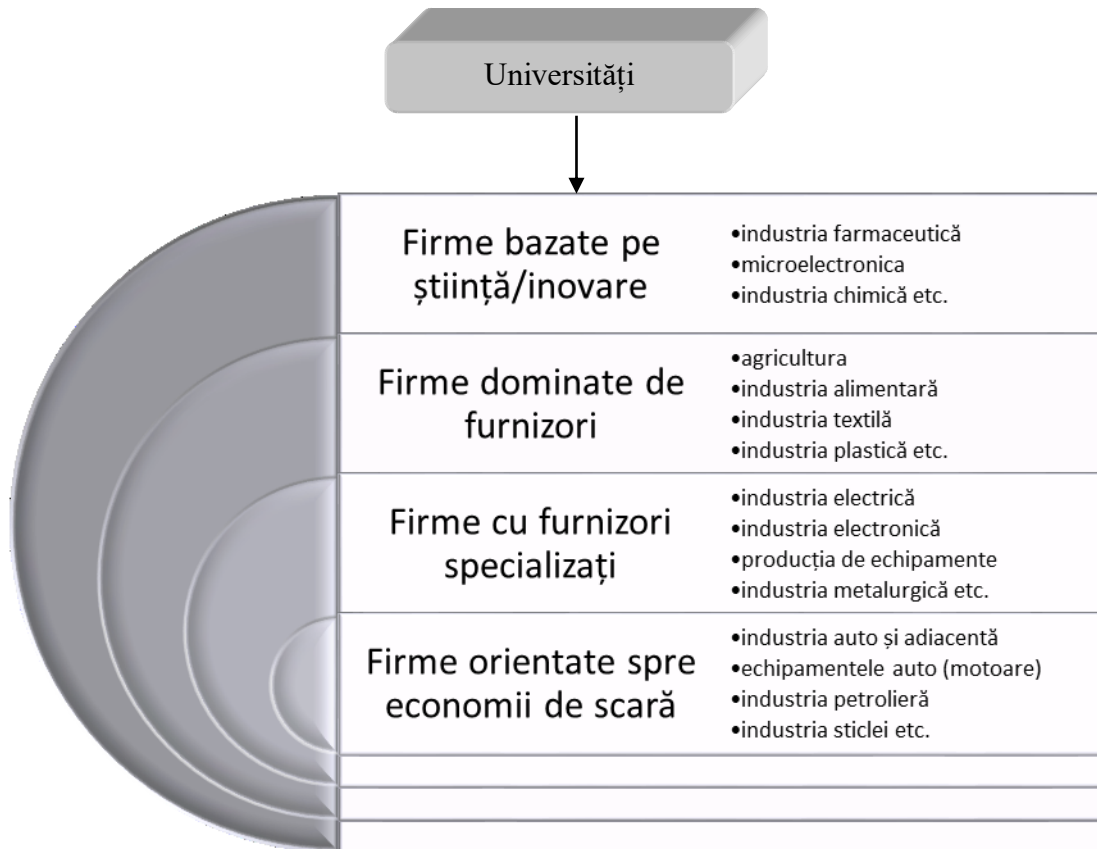
pe de o parte, prin achiziția unei cote de capital care să permită controlul companiei țintă, iar creșterea averii are loc, în acest caz, prin obținerea unui efect sinergic și, nu în ultimul rând, a sinergie. Aceasta din urmă, în opinia autorilor Seth et al. (2002), reprezintă unul din cele trei motive fundamentale ale F&A, alături de îmbunătățirea sistemului de management și stima de sine (engl. the hubris hypothesis). Pe de altă parte, achizitorii pot cumpăra cote minoritare, de la care așteaptă obținerea de dividende, progres tehnologic și accesul la anumite resurse ale companiei țintă (Balitzki și Pugh, 2016; Botika, 2012).

Datele din contabilitate sunt, în numeroase cazuri, sursa de informații pentru confirmarea sinergie și a potențialului de creare de valoare. Pe de altă parte, piețele financiare pot transmite aceleași informații, prin intermediul abaterilor de rentabilitate. Există o literatură extinsă care discută rentabilitatea înregistrată fie de către achizitori, fie de către companiile țintă ca urmare a implicării în tranzacții de fuziuni și achiziții, inclusiv factorii determinanți ai acesteia (Eckbo, 2009; Kinatader et al., 2017; Fich et al., 2018). Randamentele apar ca o consecință a ipotezei piețelor eficiente, conform căreia reacția prețului acțiunilor la evenimentul legat de o achiziție ar trebui să reflecte valoarea actuală a acesteia, deoarece investitorii sunt raționali și cunosc aceleași informații, în același timp (Danbolt et al., 2015).

Prin urmare, există o abordare pe bază de piață a achizițiilor și una pe bază de performanță, ce rezultă din analiza informațiilor financiar-contabile (Dargenidou et al., 2016). Pornind de la rata ridicată de eșec a fuziunilor și achizițiilor, Rozen-Bakher (2017) analizează legătura între tipul de F&A (orizontale, verticale și conglomerate) și rata de succes a acestora, pentru sectorul industrial și cel al serviciilor. Aceeași clasificare a achizițiilor a fost discutată de autorii Aevoae et al. (2019), care, într-un studiu cu privire la achizițiile din România, analizează factorii determinanți ai cotei de capital achiziționate, luând în considerare informații financiare din perioada pre-concentrare atât pentru societățile achizitoare, cât și pentru cele țintă.

Pavitt (1984) a anticipat cu 18 ani în urmă potențialul inovativ al industriei, prin descrierea asemănărilor și deosebirilor dintre sectoare, în termeni de surse, natură și impactul inovării. Ulterior, taxonomia a fost revizuită (Archibugi, 2001; Bogliacino și Pianta, 2016), dar, fundamental, cele patru componente sunt valabile și astăzi. Acestea sunt prezentate grafic în **Figura nr. 1**.

**Figura nr. 1. Taxonomia lui Pavitt (1984)**



Sursa: Adaptarea autorului după Pavitt (1984).

Din perspectiva lui Pavitt (1984), firmele și, implicit, industriile variază de la inovative la non-inovative, deși sunt autori care ulterior au discutat diferența dintre firme și industrii și au concluzionat că taxonomia se referă preponderent la companiile din domeniu, fiind fundamentată pe numărul de patente și cheltuielile de cercetare-dezvoltare (Castellacci, 2008; Archibugi, 2001). În plus, faptul că o companie este inovatoare nu se extinde obligatoriu la toată industria respectivă, opinie luată în considerare și în cazul prezentului studiu.

În firmele bazate pe știință/inovare, acumularea tehnologică provine în principal din laboratoarele corporative de cercetare și dezvoltare și este dependentă de cunoștințele și abilitățile tehnice care provin din cercetarea academică (Miozzo *et al.*, 2016; Meoli *et al.*, 2013). Sectoarele de bază tipice sunt chimia și electronica, care deschid noi piețe majore de produse pentru o gamă largă de aplicații potențiale. În consecință,

principalele sarcini ale strategiei de inovare sunt să monitorizeze și să exploateze progresele rezultate din cercetarea de bază pentru a dezvolta produse tehnologice și a dobândi active complementare pentru a le exploata și pentru a reconfigura diviziile operaționale și unitățile de afaceri în lumina pieței tehnologice în schimbare. În opinia lui Chondrakis (2016), achizițiile sunt instrumente cu impact asupra inovării, văzută ca tehnologie in-house sau funcție externalizată. Autorul analizează modul în care entitățile achizițoare din domeniul tehnologiei beneficiază de creștere de valoare prin generarea unor sinergii unice, particulare domeniului, mai ales în situația în care cele două companii dețin sisteme similare, specifice domeniului. Inovațiile tehnologice generează sinergii care variază ca viteză de apariție și magnitudine a impactului, fiind considerate, după caz, sinergii aditive (dacă se construiesc pe tehnologiile existente) sau sinergii multiplicative (rezultate din combinarea resurselor

existente, astfel încât să se înregistreze branduri și patente noi) (Harrigan *et al.*, 2016; Aevoae *et al.*, 2019).

Companiile dominate de furnizori sunt în esență tradiționale, fiind bazate integral pe inovare externă. De exemplu, din perspectiva fuziunilor și achizițiilor, imitarea în agricultură poate fi ușoară deoarece, în general, accesul la materialul genetic asigură necesarul pentru reproducerea produselor. Simplificând, odată ce un producător accesează o sămânță, este foarte probabil ca acesta să o poată reproduce fără a avea nevoie de un efort tehnologic (Campi *et al.*, 2019).

Firmele bazate pe furnizori specializați lucrează în simbioză cu aceștia, iar în lumea fuziunilor și achizițiilor avem de-a face în acest caz cu operațiunile de creștere externă verticale (în amonte sau în aval). Fuziunile/achizițiile verticale implică combinarea a două societăți cu procese succesive în ciclul de exploatare, aparținând aceleiași ramuri de activitate. În esență, este vorba de achiziționarea/fuziunea cu un furnizor (în amonte) pentru a simplifica procesul de furnizare sau cu un client din aval pentru a oferi baza pentru o comunicare mai ușoară și o distribuție mai bună (Lasserre, 2012).

Economiile de scară sunt importante în industrie, având la bază un fapt simplu: o anumită cantitate de resurse poate conduce la obținerea unei cantități superioare de produs finit sau la un cost unitar redus. Inovarea vine din departamentul intern de cercetare-dezvoltare și de la ingineri, dar poate proveni în același timp de la furnizori specializați. În cazul fuziunilor și achizițiilor, aceste economii sunt specifice și asociate majoritar tranzacțiilor orizontale (Ma *et al.*, 2010; Georgescu *et al.*, 2020).

Odată aleasă compania care va face obiectul achiziției, dar și cota parte ce urmează a fi achiziționată, în funcție de intențiile achizitorului, prețul tranzacției este de un real interes. Unii autori fac referire la acest preț cu titlul de decizia de achiziție (engl. *business acquisition decision*) (Luo, 2005; Alahakoon, 2021). Decizia care reprezintă valoarea tranzacției este influențată de caracteristicile companiei țintă (rentabilitatea și mărimea companiei, pe de o parte, dar și reglementările contabile și de audit, toate pentru anul anterior achiziției).

Pornind de la considerentele anterior menționate, propunem următoarele ipoteze de lucru:

**H<sub>1</sub>** Șansele ca un anumit tip de investitor să participe la o achiziție a unei cote de capital în companiile cotate la Bursa de Valori București din domeniul industriei sunt semnificativ influențate de statutul de companie auditată a celei din urmă, dar și de datele sale financiare.

**H<sub>2</sub>** Șansele ca un anumit tip de investitor să participe la o achiziție a unei cote de capital în companiile cotate la Bursa de Valori București din domeniul industriei sunt semnificativ influențate de reglementările contabile pe care le aplică.

**H<sub>3</sub>** Decizia de achiziție a unei companii din domeniul industriei, cotate la BVB, sau a unei cote de capital în aceasta, este semnificativ influențată de statutul de companie auditată, dar și de datele sale financiare.

**H<sub>4</sub>** Decizia de achiziție a unei companii din domeniul industriei cotate la BVB este semnificativ influențată de reglementările contabile aplicate, dar și de datele sale financiare.

Ipotezele vor fi testate și validate utilizând SPSS 26.0.

## 2. Metodologia cercetării

**Populația studiată și eșantionul analizat.** Populația țintă analizată în acest articol este reprezentată de achizițiile care au loc la Bursa de Valori București și care implică un achizitor (listat, nelistat sau neidentificat) și o companie țintă din domeniul industriei. Pentru a testa și a valida ipotezele de cercetare propuse, studiul analizează datele empirice referitoare la 631 de achiziții, pentru perioada 2010-2019, în care au fost implicate companii listate din domeniul industriei, rezidente în România, aflate în postura de companii-țintă.

**Modele propuse spre analiză.** Metodele folosite sunt analiza factorială a corespondențelor multiple, regresia multinomială logistică și modelele liniare generalizate (Jaba, 2002; Robu și Robu, 2016; Grosu *et al.*, 2022).

Astfel, folosim regresia logistică multinomială (MLR) pentru a testa șansele conform cărora predictorii ce caracterizează compania-țintă determină alegerea unui anumit tip de investitor (ipotezele H<sub>1</sub> și H<sub>2</sub>). Pentru H<sub>3</sub> și H<sub>4</sub> folosim modelul liniar generalizat (GLM) cu scopul de a estima influența predictorilor asupra valorii tranzacției.

Variabilele propuse pentru studiu sunt prezentate în Tabelul nr. 1.

Tabelul nr. 1. Variabilele propuse pentru studiu		
Simbol	Denumire	Reprezentare
AQ	Investitor ( <i>eng. Acquirer</i> )	Variabilă categorială: 1. Listat (AQ_L) 2. Nelistat (AQ_NL) 3. Neidentificat (AQ_NI)
AS	Statusul privind auditul ( <i>eng. Audit status</i> )	Variabilă categorială: 1. Fără rezerve (AS_FR) 2. Neauditată (AS_NA)
AP	Tipul de reglementări contabile ( <i>eng. Accounting practices</i> )	Variabilă categorială: 0. Reglementări locale (AP_N) 1. IFRS (AP_IFRS)
ROE	Rentabilitatea financiară ( <i>eng. Return On Equity</i> )	Variabilă numerică: $\frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}}$
SIZE	Mărimea companiei ( <i>eng. Size of the company</i> )	Variabilă numerică: $\ln(\text{Total Active})$
DV	Valoarea tranzacției ( <i>eng. Deal Value</i> )	Variabilă numerică: $\frac{\text{Valoarea tranzacției}}{\text{Capitalurile proprii ale companiei țintă}}$
PT	Taxonomia lui Pavitt ( <i>eng. Pavitt's Taxonomy</i> )	Variabilă categorială: 1. Fundamentare pe știință ( <i>eng. Science based</i> ) (20, 21, 26, 35 – grupele CAEN) (SB) 2. Furnizori specializați ( <i>eng. Specialized suppliers</i> ) (27, 28, 30, 33 – grupele CAEN) (SS) 3. Economie de scară ( <i>eng. Scale intensive</i> ) (06, 17, 18, 19, 22, 23, 24, 29 – grupele CAEN) (SI) 4. Dominația furnizorilor ( <i>eng. Suppliers dominated</i> ) (01, 09, 10-16, 25, 31, 32, 41, 42, 43, 45, 46, 47 – grupele CAEN) (SD)

Sursa: Proiecția proprie a autorului

Distribuția celor 631 achiziții este prezentată în Tabelul nr. 2,

considerând tipul de industrie și caracteristicile nominale.

Tabelul nr. 2. Analiza descriptivă a eșantionului de 631 achiziții			
Categorii de companii țintă	Statutul privind auditarea	Număr	%
Firme bazate pe știință	Auditate – opinie fără rezerve	132	20,92%
	Neauditare	16	2,54%
Firme dominate de furnizori	Auditate – opinie fără rezerve	23	3,65%
	Neauditare	8	1,26%
Firme cu furnizori specializați	Auditate – opinie fără rezerve	356	56,42%
	Neauditare	18	2,85%
Firme orientate spre economii de scară	Auditate – opinie fără rezerve	48	7,61%
	Neauditare	30	4,75%
Total		631	100%

Sursa: Proiecția proprie a autorului

Conform datelor din **Tabelul nr. 2**, majoritatea companiilor țintă aparțin grupului firmelor cu furnizori specializați, pentru care tehnologia este importantă și poate fi vândută sau cumpărată de la alte firme, potrivit opiniei lui Pavitt (1984) - 56,42%. A doua categorie majoritară este cea a companiilor bazate pe știință/inovare, ceea ce corespunde realității, dat fiind faptul că piața reglementată cuprinde un număr ridicat de companii din domeniul farmaceutic, chimic și alte subdomenii ale industriei pentru care inovația este esențială (20,92%). Cel mai mic procent este regăsit în cazul firmelor dominate de furnizori, neauditate, în speță tradiționale, care sunt cotate pe piața AeRO și se află în căutare de finanțare (1,26%).

Pentru a identifica șansele ca o anumită categorie de investitor (companie listată, companie nelistată, investitor neidentificat) să participe la o achiziție integrală sau parțială a unei companii din domeniul industriei, studiul utilizează regresia multinomială logistică, descrisă de Kleinbaum și Klein (2010: 18).

Considerând

$$\frac{P(X)}{1 - P(X)} \quad (1)$$

– șansele pentru un individ X,

atunci:

$$\ln \left[ \frac{P(X_j)}{1 - P(X_j)} \right] = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i X_i \quad (2)$$

În studiul de față avem în vedere influența caracteristicilor companiei țintă asupra participării la operațiunea de achiziție a unui anumit tip de investitor:

$$\ln \left[ \frac{P(AQ_j)}{1 - P(AQ_j)} \right] = f(AS, AP, ROE, PT) \quad (3)$$

Modelul 1 propus se regăsește în ec. (4) și are în vedere identificarea influenței statusului privind auditul din anul anterior achiziției și a informațiilor financiar-contabile asupra probabilității de a investi a unui anumit tip de achizitor (listat, nelistat, neidentificat):

$$\ln \left[ \frac{P(AQ_j)}{1 - P(AQ_j)} \right] = \alpha + \beta_1 \cdot AS + \beta_2 \cdot ROE + \beta_3 \cdot Size \quad (4)$$

Modelul 2 propus se regăsește în ec. (5) și are în vedere identificarea influenței reglementărilor contabile aplicate de compania țintă (IFRS sau reglementările contabile

locale – OMFP nr. 1802/2014 în prezent) și a informațiilor financiar-contabile asupra probabilității de a investi a unui anumit tip de achizitor (listat, nelistat, neidentificat):

$$\ln \left[ \frac{P(AQ_j)}{1 - P(AQ_j)} \right] = \alpha + \beta_1 \cdot AP + \beta_2 \cdot ROE + \beta_3 \cdot Size \quad (5)$$

Modelul 3 pornește de la modelul 1, la care se adaugă tipologia industriei din care face parte compania țintă, considerând taxonomia lui Pavitt. În acest mod, intenționăm să identificăm o asociere a tipului de investitor

cu o anumită categorie de firme, dar și influența inovării sau lipsei acesteia asupra șanselor ca un anumit tip de investitor să participe la achiziții la BVB:

$$\ln \left[ \frac{P(AQ_j)}{1 - P(AQ_j)} \right] = \alpha + \beta_1 \cdot AS + \beta_2 \cdot ROE + \beta_3 \cdot Size + \beta_3 \cdot PT \quad (6)$$

Achizițiile de afaceri au devenit o decizie importantă de investiții, ca parte a strategiei de creștere a companiilor. Considerând valoarea tranzacției drept variabila ce caracterizează decizia de achiziție, studiul investighează

factorii care influențează această decizie a achizitorilor de a cumpăra parțial sau integral companiile țintă listate la Bursa de Valori București, considerând caracteristicile celei din urmă.

$$DV = \alpha + \beta_1 \cdot ROE + \beta_2 \cdot Size + \beta_3 \cdot AS_{FR} + \beta_3 \cdot AS_{NA} + \varepsilon \quad (7)$$

$$DV = \alpha + \beta_1 \cdot ROE + \beta_2 \cdot Size + \beta_3 \cdot AP\_IFRS + \beta_3 \cdot AP\_N + \varepsilon \quad (8)$$

$$DV = \alpha + \beta_1 \cdot ROE + \beta_2 \cdot Size + \beta_3 \cdot AS\_FR + \beta_3 \cdot AS\_NA + \beta_3 \cdot ROE \cdot AS\_FR + \beta_3 \cdot ROE \cdot AS\_NA + \varepsilon \quad (9)$$

$$DV = \alpha + \beta_1 \cdot ROE + \beta_2 \cdot Size + \beta_3 \cdot AP\_IFRS + \beta_3 \cdot AP\_N + \beta_3 \cdot ROE \cdot AP\_IFRS + \beta_3 \cdot ROE \cdot AP\_N + \varepsilon \quad (10)$$

### 3. Rezultate și discuții

Tabelul nr. 3 surprinde rezultatele referitoare la influența determinantilor asupra tipului de

investitor care achiziționează o cotă de capital în companiile țintă din domeniul industriei, cotate la Bursa de Valori București.

**Tabelul nr. 3. Raport de verosimilitate (Raportul șanselor)**

Efect	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.
Intercept	367,839a	,000		366,407a	,000		351,704a	,000	
ROE	381,400	13,561	,001	379,093	12,686	,002	365,345	13,641	,001
SIZE	489,724	121,885	,000	451,666	85,259	,000	440,419	88,715	,000
AS	372,902	5,063	,080				357,563	5,859	,053
AP				372,902	6,495	,039			
PT							367,839	16,135	,013
Puterea explicativă	$\chi^2 = 158,140$ sig. = ,000			$\chi^2 = 159,572$ sig. = ,000			$\chi^2 = 172,984$ sig. = ,000		

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 26.0

Eficacitatea generală a modelelor a fost evaluată utilizând Chi-pătrat ( $\chi^2$ ). Conform informațiilor prezentate în Tabelul nr. 3, cele trei modele de regresie propuse a fi testate și validate sunt semnificative (pentru modelele 1, 2

și 3,  $p < 0,01$ ), iar valoarea Chi-pătrat ( $\chi^2$ ) crește de la un model la următorul, ambele indicând o relație semnificativă între tipul de investitor și variabilele independente selectate.

**Tabelul nr. 4. Estimarea parametrilor pentru modelul de regresiei multinomială ierarhică**

Tip de investitor		B			Eroarea Std,			Exp(B)		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3	M1	M2	M3
AQ_L	Intercept	3,751***	4,364***	4,362***	,755	1,318	,887			
	ROE	,001	,001	,001	,004	,004	,004	1,001	1,001	1,001
	SIZE	-,598***	-,586***	-,689***	,081	,105	,110	,550	,557	,502
	AS_FR	,761		,882*	,465		,478	2,139		2,416
	AP_N		-,396			,560			,673	
	SB			1,134*			,610			3,107
	SS			-,367			,655			,693
	SI			,095			,581			1,099



Tip de investitor		B			Eroarea Std,			Exp(B)		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3	M1	M2	M3
AQ_NL	Intercept	3,164***	5,409***	3,416***	,681	1,129	,757			
	ROE	-,008***	-,008***	-,009***	,003	,003	,003	,992	,992	,992
	SIZE	-,525***	-,626***	-,627***	,070	,092	,088	,591	,534	,534
	AS_FR	,848*		,892*	,449		,463	2,335		2,439
	AP_N		-1,253**			,494			,286	
	SB			,493			,715			1,636
	SS			,788			,574			2,198
	SI			1,428***			,509			4,172
Pseudo R pătrat (Cox and Snel & Nagelkerke)					Model 1: 22,3 – 35,9%					
					Model 2: 22,5 – 36,2%					
					Model 3: 24,3 – 39,0%					
a, Categoria de referință este: investitor neidentificat,										

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 26.0

Având în vedere faptul că analiza este construită în jurul companiei țintă, testăm influența asupra tipului de investitor a variabilelor legate de audit, reglementările contabile aplicate, la care adăugăm informații financiare legate de rentabilitate și mărimea companiei. Considerăm că alegerea noastră pentru variabile este adecvată și semnificativă, având în vedere faptul că în **Tabelul nr. 4** observăm o creștere a pseudo-R<sup>2</sup>, ceea ce face ca al treilea model să explice cel mai bine varianța variabilei dependente, prin variabilele independente selectate (pseudo-R<sup>2</sup> = 24,3% - 39,0%). În conformitate cu datele din **Tabelul nr. 4**, putem trage concluzii cu privire la modul în care schimbările în valorile predictorului sunt asociate cu modificările valorii răspunsului, în cazul nostru tipul de investitor (companie listată, companie nelistată, investitor neidentificat).

Indiferent de pseudo R<sup>2</sup>, coeficienții semnificativi reprezintă variația medie a variabilei dependente (tipul de investitor) la o unitate dintr-o variabilă independentă specifică, în timp ce ceilalți predictorii ai modelului sunt considerați constanți. Pe baza analizei informațiilor din **Tabelul nr. 4**, vom lua în considerare alegerea pentru achizitorul companie listată, respectiv investitorul companie nelistată, cu referire la categoria 3 (investitorul neidentificat).

Pentru toate cele trei modele considerate, coeficienții aferenți mărimii companiei sunt negativi și cu influență semnificativă la 1%, ceea ce înseamnă că, în cazul în care mărimea crește cu o unitate, sunt reduse cu 45% și 44,7% șansele ca investitorul să fie o companie listată

sau, respectiv, nelistată. Prin urmare, investitorii neidentificați sunt cei care investesc în companiile mari, ceea ce corespunde realității, dat fiind faptul că, în marea lor majoritate, aceștia sunt persoane fizice, care fac achiziții de titluri de la companii mari în scopul obținerii de dividende sau în scop speculativ. Rentabilitatea financiară are aceeași influență negativă, însă ea scade șansele de a participa la achiziții o companie nelistată, comparativ cu un investitor neidentificat, nefiind semnificativă în cazul achizitorilor companii listate. Luând în calcul variabilele categoriale, acestea au influențe similare. În cazul companiilor listate, nu sunt semnificative în identificarea șanselor pentru acest tip de investitor. În schimb, în cazul șanselor ca un investitor companie nelistată să participe la achiziții, acestea sunt de 2,335 ori mai mari în cazul în care compania achiziționată este auditată, comparativ cu investitorii neidentificați, în speță persoanele fizice (semnificativ la 10%) și de 3,502 ori mai mari, în cazul în care compania țintă aplică IFRS-urile (semnificativ la 5%). Dacă adăugăm în modelul 3 categoriile de industrie, considerând taxonomia lui Pavitt, în speță capacitatea inovativă a companiei țintă, observăm că, pentru companiile țintă din categoria *science based* (bazate pe inovare), cresc de 3,107 ori șansele pentru un investitor companie listată, comparativ cu investitorii neidentificați. În cazul investitorilor companii nelistate, cresc șansele pentru această categorie de investitori de 4,172 ori în cazul companiilor țintă din categoria Economii de scară (engl. *scale intensive*).

Astfel, mărimea companiei țintă este un factor cu influență semnificativă în cazul investitorilor persoane fizice, în timp

ce în cazul persoanelor juridice (companii listate și nelistate), existența unui raport de audit cu opinie fără rezerve (în eșantionul analizat nu sunt companii cu raport de audit care să conțină o opinie cu rezerve, contrară sau imposibilitatea emiterii unei opinii), dar și aplicarea IFRS-urilor sunt factori care sporesc șansele pentru astfel de investitori. În plus, șansele ca în achiziție să fie implicată o companie listată sunt sporite de o companie țintă din domenii intensive din punct de vedere tehnologic, în timp ce șansele ca investitorul să fie o companie nelistată sunt

potențate de existența unei companii țintă din domeniul industriei prelucrătoare, caracterizată de economii de scară, care să conducă la reduceri de costuri și creșteri ale productivității.

Pentru a continua studiul cauzalității dintre variabilele propuse pentru analiză, **Tabelul nr. 5** prezintă estimările parametrilor pentru cele patru modele de regresie ierarhică, considerând decizia de achiziție, reflectată în valoarea tranzacției, drept variabilă dependentă.

**Tabelul nr. 5. Estimarea parametrilor modelelor de regresie**

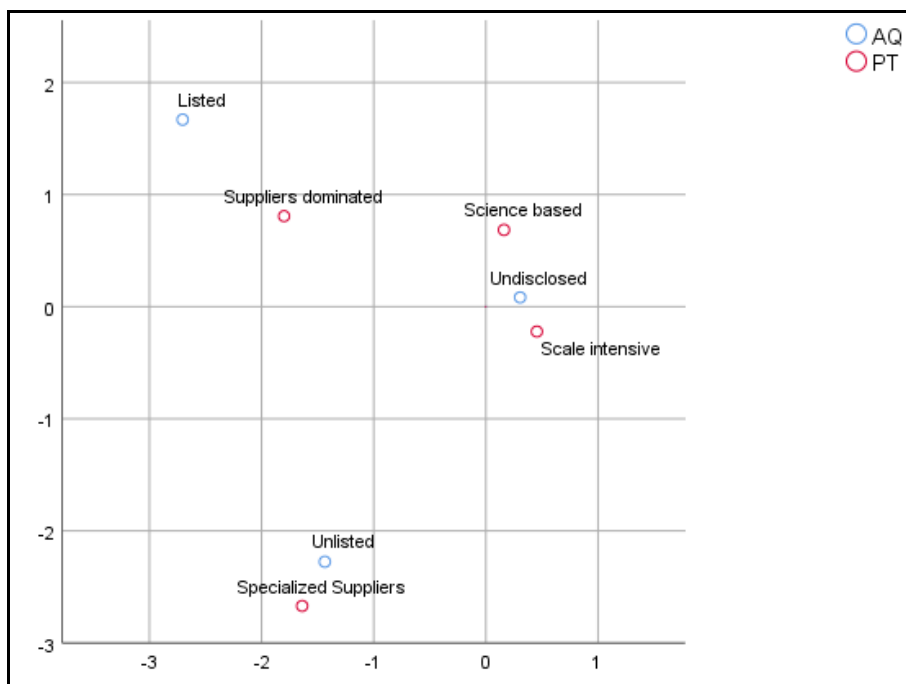
Parametri	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	B	t	B	t	B	t	B	t
Intercept	1,676	7,627***	3,473	10,868***	1,661	7,614***	3,519	11,086***
ROE	,000236	,328	,000485	,400	,026	3,178***	,024	3,280***
SIZE	,342	18,040***	,284	12,887***	,342	18,160***	,281	12,830***
AS_FR	,900	5,417***			,918	5,562***		
AP_N			-1,140	-7,335***			-1,167	-7,557***
ROE*AS_FR					-,026	-3,161***		
ROE*AP_N							-,024	-3,257***
Observații	631 achiziții							
R-square	,507		,525		,515		,533	
F-value	214,890		230,685		165,977		178,316	
p-value	,000		,000		,000		,000	

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 26.0

Cele patru modele de regresie, în care am folosit aceiași predictor ca în cazul regresiei multinomiale logistice, sunt semnificative ( $p < 0,05$ , sig. = 0,000). Din rezultate observăm că mărimea companiei este un factor de influență semnificativ și pozitiv pentru decizia de achiziție, pentru toate modelele. De asemenea, un factor pozitiv și semnificativ este existența unui raport de audit, fapt care ne permitem să afirmăm că opinia auditorului referitoare la informațiile prezentate în situațiile financiare anuale conduce la o valoare mai mare a tranzacției pentru compania țintă din domeniul industriei. Acest fapt se

datorează încrederii pe care o oferă opinia auditorului asupra informațiilor prezentate public de companiile cotate la Bursa de Valori București, fie pe piața reglementată, fie pe piața AeRO. De asemenea, aceeași influență pozitivă și semnificativă o are aplicarea reglementărilor contabile conforme cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS). Cu alte cuvinte, companiile cotate pe piața reglementată, care aplică IFRS în întocmirea situațiilor financiare anuale, permit o valoare mai ridicată a tranzacției, comparativ cu cele care aplică reglementările contabile naționale, în prezent OMFP nr. 1802/2014.

**Figura nr. 2. Corespondența dintre tipul de industrie și tipul de investitor**



Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 26.0

Analizând informațiile din **Figura nr. 2**, observăm asocieri interesante între tipul de investitor și tipul de industrie în care activează compania țintă, considerând taxonomia lui Pavitt. Achizitorii reprezentând companii listate sunt interesați de achiziții ale companiilor țintă din categoria celor dominate de furnizori. Investitorii companii nelistate achiziționează cote de capital în companii țintă cu furnizori specializați, în timp ce investitorii neidentificați achiziționează cote de capital în companii inovative (engl. *science based*) și în cele care sunt interesate de economiile de scară.

## Concluzii

Piața de capital din România, încă de la redeschiderea sa în 1995, a reprezentat un motor de dezvoltare a economiei, deși unele voci consideră că nu s-a ridicat la înălțimea așteptărilor. Dominată în prezent de companiile blue-chip care compun indicele BET, ea cuprinde un număr de 83 de companii cotate pe piața reglementată și 281 pe piața AeRO, la care se adaugă 15 societăți internaționale. Analizând achizițiile companiilor cotate,

este evident faptul că în mare parte acestea se referă la cote minoritare, de multe ori achiziționate de investitori neidentificați (în marea lor majoritate, persoane fizice). Considerând achizițiile unor cote de capital în companii cotate din domeniul industriei, mărimea acestora este un factor semnificativ care sporește șansele ca investitorii persoane fizice să participe la astfel de tranzacții, în detrimentul companiilor listate sau nelistate. De asemenea, rentabilitatea financiară este un factor în identificarea unui potențial investitor, excepție făcând companiile listate care nu sunt neapărat interesate de acest aspect financiar. Statutul de companie auditată care aplică IFRS sporesc șansele ca investitorul care participă la achiziții să fie o companie, fie listată sau nelistată, în detrimentul persoanelor fizice. Analizând mai departe spectrul companiilor țintă din domeniul industriei prin prisma taxonomiei lui Pavitt, observăm o înclinare a companiilor listate spre inovare, iar a celor nelistate spre obținerea unor economii de scară.

Cât privește determinanții deciziei de afaceri reflectată în prețul tranzacției, observăm o influență pozitivă și semnificativă a rentabilității și mărimii companiei țintă, dar

și a calității raportărilor financiare ale acestora reflectate în opinia de audit fără rezerve și în aplicarea reglementărilor contabile conforme cu IFRS.

În concluzie, investitorii persoane juridice sunt orientați spre inovarea pe care o găsesc în companii listate și ale căror raportări financiare sunt însoțite de un raport ce include opinia unui auditor, pe de o parte, iar, pe de altă parte, în extinderea activității pe care o permite accesul la economii de scară. Investitorii persoane fizice sunt interesați de achiziționarea de cote minoritare de capital, motivația acestora fiind orientată fie spre acces la resurse materiale, fie financiare. Conștientizarea factorilor care influențează decizia de achiziție a investitorilor,

considerând companiile țintă care sunt listate la Bursa de Valori București va fi utilă pentru factorii de decizie pentru a dezvolta o piață de capital mai competitivă.

Limitele studiului sunt legate de imposibilitatea identificării tipului de auditor (Big Four sau companie locală) care să permită o analiză aprofundată a impactului pe care opinia de audit o are asupra deciziilor de investiții și a tipului de investitor care activează la BVB. Viitoarele direcții de cercetare vizează extinderea analizei pe direcția calității informațiilor publicate de companiile țintă și a modului în care aceasta influențează decizia de achiziție, dar și o comparație cu sectorul serviciilor, în cazul companiilor țintă listate la BVB.

## BIBLIOGRAFIE

1. Aevoae G.M., Dicu R.M., Mardiros D.N. (2019): The determinants of ownership in M&As: An analysis of the stake purchases in Romanian acquisitions, *Journal of Accounting and Management Information Systems (JAMIS)*, 18(3), pp. 357-378.
2. Aevoae, G.M. (2020): Dimensiuni economice și financiare ale fuziunilor și achizițiilor. Perspective naționale și internaționale, București: *Editura Economică*.
3. Aevoae, G. M., Robu, I. B., Dicu, R. M., & Herghiligiu, I. V. (2021): Fundamentarea deciziilor privind investițiile de portofoliu pe baza opiniei de audit în cazul firmelor cotate, *Audit Financiar*, Vol. 19, nr. 1(164), pp. 670-680.
4. Akgün, A. İ. (2021): Investigating the relationship between bank performance and accounting standards: evidence from M&As in European banking, *Journal of Capital Markets Studies*, 6(1), pp. 106-124.
5. Alahakoon, D. (2021). Factors Influencing the Business Acquisition Decision (the Deal Value) of Listed Companies in Australia, disponibil online la adresa [https://vuir.vu.edu.au/42453/1/ALAHAKOON\\_Dona-thesis.pdf](https://vuir.vu.edu.au/42453/1/ALAHAKOON_Dona-thesis.pdf).
6. Archibugi, D. (2001): Pavitt's taxonomy sixteen years on: a review article. *Economics of Innovation and New Technology*, 10(5), pp. 415-425.
7. Balitzki, A., Pugh, R. (2016): Mind the Gap? An Analysis from a German Competition Law Perspective of the European Commission's Proposal to Review Non-Controlling Minority Shareholdings Under European Merger Control Law, *International Review of Intellectual Property and Competition Law*, 47(5), pp. 595-616.
8. Beitel, P., Schiereck, D. (2001). Value Creation at the ongoing Consolidation of the European banking market, *Institute of Mergers and Acquisitions*, pp. 01-47.
9. Bogliacino, F., & Pianta, M. (2016): The Pavitt Taxonomy, revisited: patterns of innovation in manufacturing and services, *Economia Politica*, 33(2), pp. 153-180.
10. Botika, M. (2012): The use of DuPont Analysis in Abnormal Returns Evaluation: Empirical Study of Romanian Market, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 62, pp. 1179-1183.
11. Campagnolo, D., Vincenti, G. (2022): Cross-border M&As: The impact of cultural friction and CEO change on the performance of acquired companies, *Journal of International Management*, 28(4), 100942.
12. Campi, M., Dueñas, M., Barigozzi, M., Fagiolo, G. (2019): Intellectual property rights, imitation, and development. The effect on cross-border mergers and acquisitions, *The Journal of International Trade & Economic Development*, 28(2), pp. 230-256.
13. Capron, L. (2016): Strategies for M&As: when is acquisition the right mode to grow?, *Accounting and Business Research*, 46(5), pp. 453-462.

14. Carp, M., Georgescu, I. E., Afrăsinei, M.-B. (2022): The Influence of Auditor Reputation and Degree of Ownership Concentration on the Quality of Financial Reporting, *Audit Financiar*, Vol. XX, nr. 1(165), pp. 104-116.
15. Carp, M., Toma, C. (2018): Timeliness of earnings reported by Romanian listed companies, *Accounting and Management Information Systems*, 17(1), pp. 46-68.
16. Castellacci, F. (2008): Technological paradigms, regimes and trajectories: Manufacturing and service industries in a new taxonomy of sectoral patterns of innovation, *Research policy*, 37(6-7), pp. 978-994.
17. Chen, Y. (2020): Integration decisions and technology innovation in Chinese technology-sourcing overseas M&As: an empirical analysis based on PLS path modelling, *Asian Journal of Technology Innovation*, 28(3), pp. 343-362.
18. Danbolt, J., Siganos, A., & Vagenas-Nanos, E. (2015): Investor sentiment and bidder announcement abnormal returns, *Journal of Corporate Finance*, 33, pp. 164-179.
19. Dargenidou, C., Gregory, A., & Hua, S. (2016): How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful?, *Accounting and Business Research*, 46(5), pp. 467-499.
20. Dell'Acqua, A., Etro, L., Piva, M., Teti, E. (2018): Investor protection and value creation in cross-border M&As by emerging economies, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 29(1), pp. 83-100.
21. Dicu, R. M., Robu, I. B., Aevoae, G. M., Mardiros, D. N. (2020): Rethinking the Role of M&As in Promoting Sustainable Development: Empirical Evidence Regarding the Relation Between the Audit Opinion and the Sustainable Performance of the Romanian Target Companies, *Sustainability*, 12(20), 8622.
22. Dong, F., Doukas, J. (2021): The effect of managers on M&As, *Journal of Corporate Finance*, 68, 101934.
23. Eckbo, B.E. (2009): Bidding strategies and takeover premiums: A review, *Journal of Corporate Finance*, 15(1), pp. 149-178.
24. Fich, E.M., Nguyen, T., Officer, M. (2018): Large wealth creation in mergers and acquisitions, *Financial Management*, 47(4), pp. 953-991.
25. FTSE Russell (2020): Reclassification of Romania to Secondary Emerging Market Status, available online at [https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE\\_FAQDocumentRomania.pdf](https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_FAQDocumentRomania.pdf), accessed on March 10, 2022.
26. Georgescu, I., Istrate, C., Huian, M.C., Afrăsinei, M.B. (2020): Reorganizarea societăților – abordări contabile și juridice, *Editura Universității Alexandru Ioan Cuza din Iași*.
27. Grosu, M., Robu, I.-B., Istrate, C., Istrate, M. (2022): Influence of Gender Differences on the Quality of Financial Audit Engagements for Listed Companies, *Audit Financiar*, Vol. XX, nr. 2(166), pp. 304-319.
28. Jaba, E. (2002): Statistică, ediția a 3-a, *București: Editura Economică*.
29. Jallow, M.S., Masazing, M., Basit, A. (2017): The Effects of Mergers&Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies, *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(1), pp. 74-92.
30. Jiang, J., Wang, I. Y., Wang, K. P. (2019): Big N auditors and audit quality: New evidence from quasi-experiments, *The Accounting Review*, 94(1), pp. 205-227.
31. Junni, P., Sarala, R., Tarba, S., Weber, Y. (2015): The Role of Strategic Ability in Acquisitions, *British Journal of Management*, 26, pp. 596-616.
32. Kanungo, R.P. (2021): Payment choice of M&As: Financial crisis and social innovation, *Industrial Marketing Management*, 97, pp. 97-114.
33. Kinateder, H., Fabich, M., Wagner, N. (2017): Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets, *Emerging Markets Review*, 32, pp. 190-199.
34. Kleinbaum, D., and Klein, M. (2010): Logistic regression: A Self-Learning Text. Third Edition, *New York: Springer*.
35. Lasserre, P. (2012): Global Strategic Management, Third edition, *UK: Palgrave Macmillan*.
36. Luo, Y. (2005): Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions, *The Journal of Finance*, 60(4), pp. 1951-1982.
37. Ma, C., Liu, Z. (2017): Effects of M&As on innovation performance: empirical evidence from Chinese listed manufacturing enterprises, *Technology Analysis & Strategic Management*, 29(8), pp. 960-972.

38. Ma, J., Pagán, J., Chu, Y. (2010): Revenue enhancement and wealth effects of mergers and acquisitions in Asian emerging markets, *International Journal of Revenue Management*, 4(2), pp. 179-194.
39. Meoli, M., Paleari, S., Vismara, S. (2013): Completing the technology transfer process: M&As of science-based IPOs, *Small Business Economics*, 40(2), pp. 227-248.
40. Miozzo, M., DiVito, L., Desyllas, P. (2016): When do acquirers invest in the R&D assets of acquired science-based firms in cross-border acquisitions? The role of technology and capabilities similarity and complementarity, *Long Range Planning*, 49(2), pp. 221-240.
41. Mironiuc, M., Carp, M., Chersan, I. C. (2015): The relevance of financial reporting on the performance of quoted Romanian companies in the context of adopting the IFRS, *Procedia Economics and Finance*, 20, pp. 404-413.
42. Onaolapo, A.A.R., Ajala, O.A. (2012): Effects of Merger and Acquisition on the Performance of selected Commercial Banks in Nigeria, *International Journal of Business and Social Research*, 2(7), pp. 148-157.
43. Osiichuk, D., Wnuczak, P. (2021): The Impact of Minority Shareholder Protection and Atomization of Shareholder Base on the Nonoperating Activities of Firms, available at SSRN 3872957.
44. Pavitt, K. (1984): Sectoral patterns of technical change: towards a taxonomy and a theory, *Research policy*, 13(6): 343-373.
45. Robu, A. M., Robu, I.-B. (2016): The Value Relevance of Audit Report Under IFRS in the Case of Romanian Listed Companies, *Eurasian Studies in Business and Economics*, pp. 3-15.
46. Rozen-Bakher, Z. (2017): Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector, *The Service Industries Journal*, 38(7-8), pp. 492-548
47. Rozen-Bakher, Z. (2018): Could the pre-M&A performances predict integration risk in cross-border M&As?. *International Journal of Organizational Analysis*, 26(4), pp.652-668.
48. Seth, A., Song, K., Pettit, R. (2002): Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms, *Strategic Management Journal*, 23, pp. 921-940
49. Thanos, I.C., Papadiakis, V.M. (2012): The use of accounting- based measures for measuring M&A performance: a review of five decades of research, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 10, pp. 103-120.
50. Zhang, H., Yang, H. (2021): Cross-border M&As and technological innovation: the moderating roles of formal and informal institutional distance, *Journal of Knowledge Management*, 26(5), pp. 1280-1305.