
Impactul opinieii de audit în percepția investitorilor – rezultate empirice pentru Bursa de Valori București

Tatiana DĂNESCU,
Universitatea „Petru Maior”, Tîrgu Mureș,
E-mail: tatiana.danescu@gmail.com

Ovidiu SPĂTĂCEAN,
Universitatea „Petru Maior” Tîrgu Mureș,
Email: ovidiu.spatacean@ea.upm.ro

Rezumat

Integritatea și credibilitatea situațiilor financiare sunt aspecte sensibile care influențează semnificativ încrederea investitorilor în eficiența piețelor de capital. Studiile recente în materie de (re)construire a unei comunicări efective între auditor și investitori au adus în atenția practicienilor în audit prevederile Standardului Internațional de Audit (ISA) 701 „Comunicarea aspectelor cheie de audit în raportul auditorului independent”. Această abordare demonstrează faptul că investitorii solicită mai multe informații care să însoțească opinia de audit, atunci când își formează decizia de a cumpăra, menține sau vinde instrumente de capital. Cercetarea noastră este direcționată către identificarea, izolarea și analiza variațiilor semnificative în prețurile de tranzacționare ale activelor financiare, drept consecință a publicării raportului de audit. În mod concret, obiectivul general are în vedere evaluarea consecințelor opiniei modificate, exprimată de auditor conform ISA 705 „Modificări ale opiniei raportului auditorului independent”, asupra prețurilor activelor financiare. În mod subsecvent, obiectivele specifice vizează identificarea ajustărilor cuantificabile în poziția financiară a entităților și analiza impactului acestuia asupra prețurilor de tranzacționare. Demersurile de cercetare vizează un eșantion compus din 32 de entități cotate, dintre care 25 de entități sunt incluse în indicele BET-XT, iar șapte entități sunt tranzacționate pe sistemul alternativ de tranzacționare AeRO, selectate în raport cu gradul de lichiditate măsurat de operatorul de piață BVB. Observațiile noastre cu privire la modificările în prețurile activelor financiare au fost orientate asupra perioadei 2009-2017, fiind analizate în acest scop rapoartele de audit aferente perioadelor de raportare începând cu anul 2008 până în anul 2016, inclusiv.

Cuvinte-cheie: *Opinie de audit, denaturare, ajustări de audit, credibilitatea situațiilor financiare, percepția investitorilor*

Clasificare JEL: M42

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Dănescu, T. and Spătăcean, O. (2018), Audit opinion impact in the investors' perception – empirical evidence on Bucharest Stock Exchange, *Audit Financiar*, vol. XVI, no. 1(149)/2018, pp. 111-121, DOI: 10.20869/AUDITF/2018/149/003

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2018/149/003>
Data primirii articolului: 06.11.2017
Data revizuirii: 08.11.2017
Data acceptării: 09.11.2017

Metodologia cercetării

Cercetarea noastră are ca obiectiv general identificarea variațiilor semnificative în evoluția prețurilor de tranzacționare ale instrumentelor financiare, ca rezultat al diseminării raportului de audit. Un prim demers de cercetare a vizat observarea variației cursului de închidere raportat la media prețurilor pe zece zile, considerând cinci zile înainte și cinci zile după data publicării convocatorului Adunării Generale Ordinare a Acționarilor (AGOA) pentru aprobarea situațiilor financiare anuale. În eșantionul nostru au fost selectate 32 de entități listate, respectiv 25 de entități care compun indicele BET-XT, tranzacționate pe piața reglementată și șapte entități de pe sistemul alternativ de tranzacționare AeRO, alese în funcție de gradul de lichiditate și capitalizare bursieră. Cu scopul de a ne forma o opinie privind măsura în care o evoluție semnificativă a prețului ar putea fi explicată de contextul general al pieței, au fost determinați coeficienții de corelație cu variația indicelui bursier BET. Pentru eșantionul selectat au fost examinate rapoartele de audit publicate în perioada 2009-2017, aferente perioadelor de raportare încheiate la 31 decembrie 2008-2016.

Interesul nostru a vizat identificarea rapoartelor de audit modificate (care conțin o altă opinie decât cea fără rezerve) și formularea de concluzii privind caracterul rațional sau irațional asociat percepției investitorilor asupra prețurilor de tranzacționare, ca urmare a publicării rapoartelor de audit. Considerăm prezumția unei abordări iraționale în situația în care: (i) au fost emise rapoarte de audit modificate, iar variația de preț la data publicării acestor rapoarte a fost pozitivă și mai mare de 1% în raport cu media pe zece zile de tranzacționare, sau (ii) au fost emise rapoarte de audit nemodificate iar variația de preț la data publicării acestor rapoarte a fost negativă și mai mare de 1% în raport cu media pe zece zile de tranzacționare. Prin excepție, admitem posibilitatea că o variație pozitivă a prețului ar putea să intervină inclusiv în situația publicării unei opinii modificate, în lipsa unei ajustări cuantificabile care să sugereze investitorilor o diminuare a activelor nete unitare.

O altă direcție importantă de cercetare a vizat analiza rapoartelor de audit modificate, cu scopul de a identifica aspectele care au determinat modificarea opiniei auditorului financiar, influența în poziția și performanțele financiare ale entității, precum și tipul ajustării de audit.

Pentru ajustările de audit cuantificabile, am examinat situațiile financiare care au fost însoțite de raportul auditorului independent, în scopul de a determina ajustarea așteptată în activele nete unitare (capitalurile proprii pe acțiune) în corelație cu variația efectivă a prețului de tranzacționare. Atenția noastră a fost reținută de circumstanțele în care, deși în mod rezonabil ar fi impus o diminuare a activelor nete unitare, ca urmare a ajustărilor de audit formulate de auditorul financiar independent, în realitate prețurile de tranzacționare au înregistrat fie o creștere semnificativă, fie o reducere semnificativ disproporționată. Aceste circumstanțe ar putea să confirme caracterul irațional al percepției investitorilor în funcție de aspectele comunicate în raportul de audit.

1. Credibilitatea situațiilor financiare în percepția investitorilor

Integritatea piețelor de capital este condiționată de liberul acces al investitorilor la informații financiare care să răspundă cerințelor calitative, fundamentale și amplificatoare, enunțate în cadrul general conceptual al raportării financiare, emis de IASB în anul 2010. Buna funcționare a piețelor de capital este asigurată doar atunci când sunt diseminate informații corecte și de încredere între părțile interesate care au investit în performanțele și perspectivele financiare ale unei entități cotate. Aceste informații sunt proiectate să contureze profilul economic al afacerii unei asemenea entități și oferă o bază pentru aprecierea progresului în atingerea obiectivelor pe termen lung. Dacă piața nu primește informații reprezentate cu un grad ridicat de acuratețe, încrederea în sistem este serios afectată, iar investitorii formulează decizii de calitate precară, înregistrând pierderi (Rittenberg și Schwieger, 2005).

Publicarea situațiilor financiare conținând informații credibile sprijină comunitatea de utilizatori în alocarea resurselor într-o manieră eficientă (Whittington și Pany, 2008). Referindu-ne la o piață de capital, pentru ca utilizatorii vizați să obțină informații de încredere este necesar ca situațiile financiare să fie supuse unui audit independent. În felul acesta, persoanele interesate vor lua decizii pe baza informațiilor auditate, prezumând faptul că acestea sunt, într-o manieră rezonabilă, complete, corecte și nepărtinitoare (Arens, Elder și

Beasley, 2008). Cu alte cuvinte, examinările efectuate de auditor asupra informațiilor financiare adaugă credibilitate și reduce riscul informațional, în condițiile unui prezumat conflict de interese care ar putea exista între management și proprietarii de capital, din perspectiva teoriei privind asimetria informațională. În acest context, poate fi menționat cazul fostului director financiar al companiei Enron, care a pledat vinovat la acuzația de manipulare a rezultatelor cu scopul de a determina o creștere a prețului acțiunilor companiei, urmată de încasarea unor stimulente financiare consistente și de vânzare a acțiunilor la un preț majorat artificial (Messier, Glover și Prawitt, 2008, pp. 6-7).

Credibilitatea situațiilor financiare constituie problema centrală pentru autoritățile de reglementare, în demersurile pentru protejarea interesului public. Această cerință alimentează nevoia pentru servicii de audit și oferă un rol activ auditorilor în contextul piețelor de capital. Din această perspectivă, misiunile de audit răspund unor valențe informaționale, prin îmbunătățirea procesului de raportare corporatistă și prin reducerea posibilităților ca informațiile să fie prezentate în mod eronat sau într-o manieră părtinitoare, contribuind astfel la formarea așteptărilor din partea investitorilor (Soltani, 2007, p. 45, 51).

2. Influența denaturărilor din situațiile financiare asupra volatilității prețurilor

Enron, HealthSouth, Kmart, Parmalat, Tyco, WorldCom, Waste Management, Sunbeam, Adelphia Communications sau Xerox constituie doar câteva exemple de companii care au făcut obiectul unor ample dezbateri în privința publicării de informații financiare diferite de cerințele de reglementare, cu efecte nedorite în comunitatea de afaceri. Ca urmare a fraudelor contabile descoperite în cadrul acestor corporații, încrederea investitorilor a fost serios zguduită, ceea ce a determinat prăbușirea prețurilor de tranzacționare. Potrivit unor surse din literatura de specialitate (Louwers ș.a., 2007, p. 2), experții financiari au estimat pierderile investitorilor la 7 trilioane USD, într-o perioadă de trei ani de la valorile maxime ale prețurilor înregistrate în luna septembrie 2000. Spre exemplu, compania Xerox a fost acuzată de o varietate de tehnici de manipulare contabilă, aplicate în perioada 1997-2000, cu scopul de

a face față așteptărilor investitorilor și de a deghiza adevăratele dimensiuni ale performanței operaționale. Potrivit acuzațiilor formulate de Comisia pentru Bursă și Valori Mobiliare (*en.* Securities Exchange Commission), compania a recurs la supraevaluarea veniturilor cu peste 3 miliarde USD și a profitului înainte de impozitare cu 1,5 miliarde USD. Prețul acțiunilor, care se situa la peste 60 USD/acțiune înainte de anunțul privind problemele de natură contabilă, a căzut la mai puțin de 5 USD/acțiune, după ce au fost făcute publice practicile contabile controversate. Mult mai celebru în istoria corporatistă americană a fost cazul companiei Enron. În 8 noiembrie 2001, compania a anunțat o supraevaluare a câștigurilor declarate în ultimii patru ani cu suma de 586 milioane USD, precum și faptul că datora o sumă estimată la 3 miliarde USD ca urmare a obligațiilor neraportate în trecut. La data înregistrării falimentului (2 decembrie 2001), prețul de tranzacționare al acțiunilor s-a prăbușit la 0,40 USD/acțiune, de la valori maxime care au depășit 100 USD/acțiune (Beasley ș.a., 2009, p. 79, 111, 116). Un alt caz care s-a remarcat prin magnitudinea cu care a lovit încrederea investitorilor în piața de capital a vizat compania WorldCom. În iunie 2002, această companie a anunțat o rectificare a rezultatelor financiare ca urmare a capitalizării pe parcursul celor mai recente două perioade de raportare a unor costuri în valoare de 3,8 miliarde USD, deși s-ar fi impus afectarea rezultatului contabil. Astfel, mulți investitori au luat decizii bazându-se pe informații care nu reflectau cu acuratețe profitabilitatea companiei. Când informațiile au fost corectate, prețul de tranzacționare s-a prăbușit iar investitorii au marcat pierderi în valoare de miliarde de dolari SUA (Boynton și Johnson, 2006, p. 3, 16). În fapt, la vremea respectivă, scandalul WorldCom a fost perceput ca fiind „cea mai mare fraudă contabilă din istorie, cu o supraevaluare a veniturilor estimată la 11 miliarde USD, un bilanț supraevaluat cu peste 75 miliarde USD și pierderi ale acționarilor estimate la 200 miliarde USD” (Opinion and Order, SEC vs. WorldCom, Inc., United States District Court, Southern District of New York, July 7, 2003 (02 Civ. 49-63), citat de Ricchiute, 2006, p. 41).

Cel mai adesea, cauza unor denaturări care apar în situațiile financiare o constituie vulnerabilități în controlul intern asupra raportărilor financiare. Unele studii, orientate asupra evaluării costurilor și beneficiilor asociate controlului intern, în condițiile raportărilor impuse de Sarbanes-Oxley Act, Secțiunea 404, au pus în evidență faptul că un control intern solid poate avea

ca efect o creștere în prețurile de tranzacționare. Astfel, Raportul Lord & Benoit (2006) (citată de Arens, Elder și Beasley, p. 8) a pus în evidență o creștere medie a prețului de tranzacționare cu 27,7% în perioada 31 martie 2004 - 31 martie 2006, pentru companii care nu au raportat vulnerabilități semnificative în controlul intern, în perioada 2004 sau 2005. În contrast, prețul acțiunilor s-a diminuat în medie cu 5,7% pentru companiile care au raportat vulnerabilități în controlul intern atât în anul 2004, cât și în anul 2005. De asemenea, s-a constatat că entitățile au fost „recompensate” pentru îmbunătățiri aduse controlului intern. Astfel, creșterea medie a prețului a fost de 25,7% pentru cele 264 de companii care au raportat o vulnerabilitate semnificativă în anul 2004, dar care a fost eliminată în anul 2005 (Raportul Lord & Benoit, 2006). Alți cercetători (Kothari, Shu și Wysocki, 2009, p. 273) au examinat în ce măsură managementul întârzie publicarea unor știri negative, spre deosebire de publicarea știrilor pozitive. În opinia acestora, dacă managementul acumulează și întârzie publicarea știrilor negative, în limita unui prag de semnificație, dar dezvăluie rapid știrile pozitive, chiar și prin scurgerea de informații pe canale private, amplexarea variației negative a prețului acțiunii se așteaptă să fie mai mare decât cea asociată unei reacții pozitive, în cazul publicării de știri pozitive. Evidențele obținute asupra mișcărilor în prețurile de tranzacționare au sugerat că, în medie, managementul întârzie diseminarea știrilor negative către investitori.

Aceste incursiuni în literatura de specialitate susțin ipoteza care stă la baza cercetărilor noastre, respectiv aceea că volatilitatea prețurilor de tranzacționare, ca expresie a percepției investitorilor asupra situațiilor financiare, poate fi influențată de opinia auditorului financiar, în mod deosebit în circumstanțele în care aceasta este modificată. Ipoteza este formulată în contextul unor rezultate obținute din cercetări anterioare (Dănescu și Spătăcean, 2017), potrivit cărora utilizarea unor baze diferite de evaluare a activelor poate cauza ajustări ale performanțelor financiare, „cu impact asupra percepției investitorilor și implicit asupra prețurilor de tranzacționare”.

3. Rezultate empirice

Percepția investitorilor asupra prețurilor de tranzacționare a activelor financiare este influențată de o

multitudine de factori, deopotrivă financiari, dar și psihologici. Între cele două categorii de factori nu se poate identifica o delimitare exactă, astfel încât observațiile noastre asupra volatilității prețurilor de tranzacționare acceptă o limitare în izolarea impactului generat de publicarea rapoartelor de audit. În demersurile noastre de cercetare am pornit de la prezumția că percepția investitorilor asupra opiniilor de audit poate fi estompată de alți factori cu un impact mai sever în prețurile de tranzacționare, măsurate în general prin evoluția indicelui bursier. Acesta poate fi, de exemplu, cazul în care există un grad ridicat de corelație între variația prețului de tranzacționare al unui emitent și variația indicelui bursier. În această abordare, au fost determinate valorile coeficientului de corelație între variația prețurilor de tranzacționare la data convocării Adunării Generale Ordinare a Acționarilor (AGOA) având ca punct pe ordinea de zi aprobarea situațiilor financiare anuale¹ și variația indicelui bursier BET, în perioada 2009-2017. În scopul de a surprinde cea mai mare parte a efectelor asupra prețurilor de tranzacționare, variația la data convocării AGOA a fost determinată în raport cu media prețurilor de închidere pe o perioadă de 10 zile, respectiv cinci zile înainte și cinci zile după publicarea raportului curent privind convocarea AGOA. Din cele 32 de entități listate care au fost selectate în eșantion, pentru 10 entități nu am fost în măsură să determinăm valoarea coeficientului de corelație, fie din cauza lipsei de relevanță ca urmare a perioadei reduse de tranzacționare, începând cu data listării (șapte emitente), fie din cauza unei lichidități extrem de reduse pe piața AeRo (trei emitente). Sinteza rezultatelor empirice este prezentată în **Tabelul nr.1**.

¹ Potrivit art. 117² din Legea Societăților nr. 31/1990, republicată, cu modificările și completările ulterioare, situațiile financiare anuale [...] se pun la dispoziția acționarilor [...] de la data convocării adunării generale. Având în vedere că aprobarea situațiilor financiare anuale se face pe baza rapoartelor prezentate de consiliul de administrație, respectiv de directorat și de consiliul de supraveghere, precum și de auditorul financiar, prezumăm faptul că rapoartele de audit sunt publicate împreună cu situațiile financiare anuale, la data convocării AGOA. Data convocării AGOA reprezintă prin urmare prima dată la care investitorii au acces la tipul opiniei de audit exprimată în raportul de audit care însoțește setul de situații financiare anuale publicate de un emitent.

Tabelul nr. 1: Valorile coeficienților de corelație între variația prețului și variația indicelui bursier

Sector de activitate	Emitent	Coeficient de corelație
Administrarea investițiilor	Fondul Proprietatea	0,19
	SIF Banat Crișana	-0,65
	SIF Moldova	-0,32
	SIF Transilvania	0,71
	SIF Muntenia	0,22
	SIF Oltenia	-0,22
Administrarea piețelor financiare	Bursa de Valori București	-0,54
Banca	Banca Transilvania	-0,21
	BRD - Groupe Société Générale	0,28
Construcții	Impact Developer Contractor	-0,72
Energetic	OMV Petrom	0,34
	SNTGN Transgaz	-0,54
	CNTEE Transelectrica	0,21
	Conpet	0,02
	Foraj Sonde Videle	-0,51
Industria prelucrătoare	Teraplast	0,39
	Compa	-0,56
	Vrancart	0,18
	Iproeb Bistrița	0,30
	IAR Brașov	0,05
	Turbomecanica	0,49
	Electroargeș	0,30

Sursa: Prelucrările autorilor, 2018

Pe baza datelor empirice obținute, am concluzionat că în cazul a șase emitenți, valorile coeficienților de corelație (mai mici decât -0,5) au scos în evidență o legătură medie – puternică și indirectă între variația prețului de tranzacționare și variația indicelui bursier. Din perspectiva obiectivelor de cercetare definite, în asemenea circumstanțe ne așteptăm ca evoluția generală a pieței, măsurată prin indicele bursier, să nu influențeze variația de preț. Cu alte cuvinte, în cazul acestor emitenți există o probabilitate ridicată ca variația de preț să surprindă mai bine percepția investitorilor asupra situațiilor financiare, inclusiv asupra raportului de audit dacă acesta este unul modificat. Acest segment de emitenți deține o pondere de 27%. La polul opus, am constatat valori mari pentru doi emitenți (TBM și SIF3), în cazul cărora coeficienții de corelație s-au poziționat peste 0,40. Pentru un număr de trei emitenți, valorile coeficienților de corelație plasate în intervalul (-0,35; 0) au pus în evidență o legătură de intensitate scăzută și indirectă, ceea ce denotă că percepția investitorilor poate fi

afectată de publicarea situațiilor financiare, dar într-o măsură mai redusă decât în cazul unei legături de intensitate puternică și indirectă. Pentru cei mai mulți emitenți din eșantion (11 entități, reprezentând 50%), valorile coeficienților de corelație au fost pozitive dar mai mici decât 0,40, fără a permite formularea unei aprecieri cu privire la modul în care publicarea situațiilor financiare ar putea influența percepția investitorilor asupra prețului de tranzacționare.

O altă direcție relevantă de cercetare a vizat identificarea circumstanțelor în care percepția investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare este afectată de alte influențe decât cele care au determinat o modificare a opiniei de audit și care ar fi impus o ajustare în activele nete unitare. Aceste circumstanțe au fost marcate de o evoluție pozitivă și supraunitară (>1%) a prețului de tranzacționare în raport cu media pe zece zile, în condițiile în care raportul de audit, publicat la data la care a fost constatată variația a exprimat o opinie modificată. Rezultatele empirice sunt sintetizate în **Tabelul nr. 2**.

Tabelul nr. 2: Variația de preț în corelație cu tipul opiniei de audit

Variație de preț (%) pozitivă și supraunitară	74	100%	Percepție
<i>Situații în care au fost emise opinii de audit fără rezerve</i>	51	69%	Rațională
<i>Situații în care au fost emise opinii de audit cu rezerve</i>	18	24%	Irațională
<i>Situații în care s-a declarat imposibilitatea exprimării unei opinii</i>	1	1%	Irațională
<i>Situații în care raportul de audit nu a fost disponibil</i>	4	5%	Necuantificabilă
Variație de preț (%) negativă și supraunitară	52	100%	Percepție
<i>Situații în care au fost emise opinii de audit fără rezerve</i>	38	73%	Irațională
<i>Situații în care au fost emise opinii de audit cu rezerve</i>	9	17%	Rațională
<i>Situații în care s-a declarat imposibilitatea exprimării unei opinii</i>	0	0%	Rațională
<i>Situații în care raportul de audit nu a fost disponibil</i>	5	10%	Necuantificabilă
Evaluarea generală	126	100%	Percepție
Număr de investigații	60	48%	Rațională
Număr de investigații	57	45%	Irațională
Număr de investigații	9	7%	Necuantificabilă

Sursa: Prelucrările autorilor, 2018

În urma investigațiilor întreprinse, constând într-un număr de 230 de observații asupra variației de preț la data publicării raportului curent privind convocarea AGOA, în perioada 2009-2017, am identificat 74 de situații (32%) în care variația de preț a fost pozitivă și mai mare de 1%, respectiv 52 de situații (23%) în care variația de preț a fost negativă și mai mare de 1%. Raportat la evoluția zilnică a indicelui bursier în perioada 2009-2017, s-a apreciat că o variație de 1% a prețului de tranzacționare poate constitui un prag de semnificație în evaluarea percepției investitorilor asupra publicării situațiilor financiare și a raportului auditorului financiar independent.

În perioada supusă analizei, au fost examinate 217 rapoarte de audit publicate de emitenții care au fost selectați în eșantion. Dintre aceste rapoarte de audit, 176 de rapoarte (81%) reprezintă rapoarte de audit neterminate (opinie fără rezerve) în timp ce 41 de rapoarte (19%) reprezintă rapoarte de audit modificate. Referitor la rapoartele de audit modificate am constatat că un singur raport a prevăzut „imposibilitatea exprimării unei opinii”, restul rapoartelor conținând opinii cu rezerve. Ca urmare a acestor constatări, suntem în măsură să apreciem că situațiile financiare ale emitenților selectați în eșantion prezintă un grad ridicat de conformare cu cerințele cadrului de raportare

financiară. Cu toate acestea, pentru obiectivele cercetării noastre au prezentat interes rapoartele de audit modificate, din perspectiva impactului produs asupra percepției investitorilor, percepție măsurată prin variația prețului de tranzacționare. Coroborând natura variației de preț (pozitivă sau negativă) cu tipul opiniei de audit, am determinat că percepția investitorilor raportată exclusiv la tipul opiniei de audit, a fost irațională: (i) în 19 situații dintr-un total de 74, în sensul în care deși opinia de audit a fost modificată, variația prețului a fost pozitivă și mai mare de 1%; (ii) în 38 situații dintr-un total de 52, în sensul în care deși opinia de audit a fost fără rezerve, variația prețului a fost negativă și mai mare de 1%. Pentru scopul cercetării noastre, cea de-a doua situație nu prezintă relevanță, întrucât percepția investitorilor ar fi putut fi influențată de alți factori asociați cu raportarea financiară, precum comunicarea de către emitent a unor situații financiare care prezintă o deteriorare în performanțele financiare și fluxurile de numerar sau publicarea unor perspective dezamăgitoare pentru investitori sub aspectul intenției și capacității emitentului de a distribui dividende. În sinteză, se poate concluziona că, raportat exclusiv la tipul opiniei de audit, percepția investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare a fost rațională în 48% din situațiile investigate și irațională în 45% din acestea. Pentru un număr de nouă

investigații, raportul de audit nu a fost disponibil, ceea ce nu a permis evaluarea percepției investitorilor.

După ce au fost desprinse unele concluzii cu privire la percepția investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare, demersurile de analiză au vizat identificarea circumstanțelor care au determinat modificarea opiniei de audit, precum și evaluarea impactului asupra poziției și performanțelor financiare, prin investigarea ajustărilor

de audit formulate în rapoartele de audit modificate. Din eșantionul supus testării, am identificat 11 emitenți pentru care am analizat rapoartele de audit modificate, în scopul determinării unor ajustări de audit posibil cuantificabile, care ar fi putut influența percepția investitorilor asupra prețurilor de tranzacționare, la data publicării rapoartelor de audit. Rezultatele investigațiilor noastre sunt prezentate în **Tabelul nr. 3**.

Tabelul nr. 3: Sinteza anomaliilor în variația de preț pentru publicarea raportului de audit modificat						
Simbol emitent	Data observației	Var. preț (%)	Var. BET (%)	Baza opiniei modificate	Influența în poziția și performanțele financiare	Tipul ajustării de audit
EL	31.03.2015	1,46	0,13	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind investițiile în alte entități.	↑ Supraevaluare investiții financiare, rezultat curent, rezultat raportat și rezerve.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
TEL	27.03.2014	2,31	0,26	Clasificarea incorectă a datoriilor non-curente, ca urmare a neîndeplinirii unor indicatori financiari.	↓ Subevaluare datorii curente.	Cuantificabilă. Fără impact în activele nete.
	25.03.2013	1,23	0,16			
	22.03.2012	1,29	-0,75			
	26.03.2010	2,12	0,16			
	26.03.2009	2,42	3,58			
SNN	26.03.2015	1,27	0,18	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind alocarea valorii contabile a imobilizărilor.	↑ Supraevaluare active imobilizate, rezultat curent și rezultat raportat. ↓ Subevaluare datorie impozit amânat.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
	27.03.2014	1,89	0,26			
FOJE	13.04.2017	9,19	0,49	Indicii privind deprecierea unor interese de participare.	↑ Supraevaluare investiții financiare și rezultat curent.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
SIF3	28.02.2014	5,49	0,96	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind valoarea recuperabilă a unor active financiare.	↑ Supraevaluare investiții financiare, rezultat global și rezerve. ↓ Subevaluare datorie impozit amânat.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
TRP	29.03.2011	1,83	-1,02	Excepții constatate în procesul de confirmare externă a creanțelor comerciale.	↑ Supraevaluare creanțe comerciale și rezultat curent.	Cuantificabilă. Valoarea unitară a activelor nete ar trebui să se diminueze cu 0,94%.
VNC	21.03.2014	6,43	-0,83	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind cantitățile de stocuri. Denaturări privind valoarea justă (reevaluată) a imobilizărilor.	↑ Supraevaluare stocuri și imobilizări corporale, rezerve din reevaluare, rezultat curent și raportat.	Necuantificabilă (stocuri). Cuantificabilă (imobilizări). Valoarea unitară a activelor nete ar trebui să se diminueze cu 4,42%.

Simbol emitent	Data observației	Var. preț (%)	Var. BET (%)	Baza opiniei modificate	Influența în poziția și performanțele financiare	Tipul ajustării de audit
TBM	25.03.2015	1,58	-0,03	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind valoarea recuperabilă a stocurilor; Tratamente selectiv în reevaluarea imobilizărilor; Incertitudini semnificative privind continuitatea activității.	↑ Supraevaluare stocuri și imobilizări corporale, rezerve din reevaluare, rezultat curent și raportat.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
	24.03.2014	2,11	0,44			
ELGS	20.03.2015	2,77	-0,66	Neactualizarea la inflație a unor elemente de capitaluri proprii; Aplicarea consecventă a metodelor de consolidare.	↓ Subevaluarea capitalurilor proprii.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
TRVM	29.03.2016	39,36	-0,60	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind valoarea recuperabilă a stocurilor.	↑ Supraevaluare stocuri și rezultat curent.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
IMP	20.03.2013	1,38	0,26	Lipsa confirmărilor de la avocați privind litigiile; Stocuri de produse finite depreciate.	↑ Supraevaluare stocuri și rezultat curent. ↓ Subevaluare provizioane litigii.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
	19.03.2010	3,09	-0,45	Lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind datoriile față de bugetele locale și datoriile comerciale.	↓ Subevaluare datorii fiscale și comerciale.	Necuantificabilă. Impactul în activele nete nu poate fi evaluat.
	27.03.2009	8,47	-3,55	Creanțe comerciale neajustate pentru depreciere; Nerecunoașterea unor cheltuieli reprezentând comisioane datorate pentru angajamente de pre-vânzare.	↑ Supraevaluare creanțe comerciale și rezultat curent.	Cuantificabilă. Valoarea unitară a activelor nete ar trebui să se diminueze cu 0,66%.

Sursa: Prelucrările autorilor, 2018

După cum se poate constata din **Tabelul nr. 3**, în majoritatea situațiilor, modificarea opiniei de audit a fost impusă de lipsa probelor de audit suficiente și adecvate privind recunoașterea și evaluarea unor clase de active, precum: interese de participare, investiții în alte entități și alte active financiare; imobilizări corporale măsurate la valoarea justă; stocuri sau creanțe comerciale. În opinia auditorilor financiari, aceste categorii de active ar fi putut fi supraevaluate, în absența unor teste adecvate pentru depreciere și a recunoașterii ajustărilor corespunzătoare.

Potrivit celor prezentate de auditori în rapoartele de audit, denaturările identificate ar putea avea un impact semnificativ în poziția și performanțele financiare ale emitenților, în sensul supraevaluării activelor,

capitalurilor proprii și rezultatului perioadei. În această abordare, investitorii ar trebui să manifeste o doză de circumspecție în evaluarea valorii juste asociate instrumentelor financiare tranzacționabile.

Alte circumstanțe care au generat modificarea opiniei de audit au vizat: identificarea unor excepții în procesul de confirmare externă a creanțelor comerciale; lipsa confirmărilor externe de la avocați privind litigiile; incertitudini semnificative privind continuitatea activității sau clasificarea eronată a unor datorii pe termen lung, în condițiile neîndeplinirii unor indicatori financiari. De regulă, acestor circumstanțe nu li se pot atribui ajustări cuantificabile în activele unitare nete, în absența unor prezentări cifrice în raportul de audit financiar.

În urma cercetărilor efectuate asupra unui număr de 217 rapoarte de audit, am constatat un număr redus de situații în care investitorii ar fi putut fi în măsură să determine corecții în valoarea unitară a activelor nete, pe baza ajustărilor de audit cuantificabile. În susținerea acestei afirmații, arătăm că dintr-un total de 35 investigații asupra rapoartelor de audit modificate, ajustări de audit cuantificabile au fost identificate în doar 13 situații (37%). Mai mult decât atât, în opt dintre aceste situații, în care ajustările de audit au fost cuantificabile, nu exista un impact real în capitalurile proprii ale emitenților, denaturările fiind asociate cu unele clasificări eronate ale datoriilor curente. Aceste concluzii ar putea explica, într-o anumită măsură, percepția irațională a investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare, respectiv aceea în care, deși o opinie modificată a fost emisă, prețul de tranzacționare la data publicării raportului de audit a

înregistrat variații pozitive, semnificativ mai mari decât variația indicelui bursier. Exemplificăm în acest context, cazul emitenților Foraj Sonde Videle (13.04.2017) și SIF Transilvania (28.02.2014). Mai mult decât atât, în cazul emitenților Vrancart (21.03.2014), Transcom București (29.03.2016) sau Impact Developer Contractor (27.03.2009), variația prețului de tranzacționare a fost una pozitivă și neobișnuit de mare (peste 6%), în condițiile în care indicele bursier a înregistrat corecții.

După cum s-a prezentat anterior, dintr-un total de 35 de investigații asupra rapoartelor de audit modificate au fost identificate doar cinci situații (14%) în care ajustările de audit au comportat un caracter cuantificabil, ceea ce înseamnă că o variație așteptată în valoarea unitară a activelor nete ar fi putut fi determinată într-o manieră rezonabilă. Prezentările cifrice aferente sunt redată în **Tabelul nr. 4.**

Tabelul nr. 4: Variația așteptată a activelor unitare nete în raport cu ajustările de audit

Simbol emitent	Data situațiilor financiare	Capitaluri proprii neajustate (lei)	Ajustarea de audit (lei)	Valoare contabilă/ acțiune		Variație așteptată (%)	Variație efectivă preț (%)
				Neajustată (lei/acțiune)	Ajustată (lei/acțiune)		
IMP	31.12.2011	296.828.111	17.036.601	1,5001	1,4140	-5,74	-1,05
IMP	31.12.2008	333.576.000	2.191.860	0,1668	0,1657	-0,66	8,47
TRP	31.12.2010	152.076.691	1.422.000	0,5105	0,5058	-0,94	1,83
VNC	31.12.2013	108.525.916	4.800.000	0,1256	0,1201	-4,42	6,43
SIF1	31.12.2008	413.631.925	25.812.257	0,7536	0,7066	-6,24	-0,69

Sursa: Prelucrările autorilor, 2017

Investigațiile noastre au pornit de la premisa că o opinie modificată în circumstanțele unei supraevaluări a poziției și performanțelor financiare, ar trebui să determine, într-o abordare rațională, ajustarea corespunzătoare a activelor unitare nete. Pentru a surprinde aceste corecții, s-a procedat la determinarea valorii contabile pe acțiune, ca raport între capitalurile proprii și numărul de acțiuni emise și existente în circulație. Aceste corecții, denumite sub forma de variații așteptate, au fost confruntate cu variația efectivă a prețului de tranzacționare în raport cu media pe zece zile. Analizând rezultatele obținute putem aprecia că investitorii nu au fost influențați de opinia modificată a auditorilor financiari, în fundamentarea deciziilor de tranzacționare. Exemplificăm în acest sens, cazul emitențului Vrancart care s-a remarcat printr-o creștere a prețului de tranzacționare cu 6,43% (21.03.2014) în condițiile în care ajustarea de audit identificată în raportul

auditorului ar fi impus o scădere cu 4,42% a activelor nete unitare. De asemenea, în cazul emitențului SIF Banat Crișana variația așteptată în valoarea unitară a activelor nete a fost stabilită la (-) 6,24% în timp ce variația prețului a fost mult mai redusă, respectiv (-) 0,69%. În cazul emitențului Impact Developer Contractor au fost constatate două situații în care reacția investitorilor la publicarea raportului de audit nu a fost una care să susțină ipoteza rațională. Astfel, (i) în data de 27.03.2009 prețul de tranzacționare a fost mai mare cu 8,47% față de media pe zece zile, în condițiile în care variația indicelui BET a fost de (-) 3,55% iar variația așteptată în valoarea unitară a activelor nete a fost de (-) 0,66%; și (ii) în data de 21.03.2012 variația așteptată în valoarea unitară a activelor nete a fost de (-) 5,74% în timp ce variația prețului față de media pe zece zile a fost semnificativ disproporționată, respectiv (-) 1,05%.

Concluzii și perspective

Obiectivul principal care a guvernat cercetările noastre a fost acela de a evalua consecințele publicării unei opinii de audit modificate asupra percepției investitorilor cu privire la credibilitatea situațiilor financiare, prin prisma impactului produs în variația prețurilor de tranzacționare. Cercetările noastre au fost efectuate pe un eșantion de 32 de entități listate pe Bursa de Valori București, pentru situații financiare publicate în perioada 2009-2017. Au fost analizate opiniile de audit exprimate de auditorii financiari, în corelație cu variația prețurilor de tranzacționare, la fiecare dată a publicării rapoartelor de audit. Principala noastră preocupare a fost aceea de a identifica anomalii în evoluția prețurilor de tranzacționare, atunci când rapoartele de audit conțineau opinii modificate și puteau fi cuantificate eventuale corecții în valoarea unitară a activelor nete. Sumarul constatărilor susținute de cercetările noastre este descris în continuare.

O izolare a influenței pe care publicarea rapoartelor de audit ar putea să o comporte asupra prețurilor de tranzacționare este dificil de realizat. În acest sens, se impune a fi precizat faptul că o limitare a studiilor noastre este lipsa utilizării chestionarelor în relația cu investitorii. Utilizarea acestui instrument de investigare ar putea aduce un plus de valoare în cuantificarea percepției

investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare, prin analiza rapoartelor de audit. Această direcție se conturează ca o perspectivă viitoare de cercetare. Prin raportare la tipul opiniilor de audit examinate, am constatat un grad ridicat de conformare a emitenților la cerințele cadrului de raportare financiară. Această afirmație este susținută prin faptul că doar 19% din rapoartele de audit examinate au exprimat o opinie modificată. În contextul examinării variațiilor de preț, exclusiv în corelație cu tipul opiniei de audit, apreciem că percepția investitorilor asupra credibilității situațiilor financiare a fost irațională în 45% din situațiile investigate. Această afirmație poate fi argumentată printr-un număr redus de situații (14%) în care ajustările de audit ar fi putut influența așteptările investitorilor cu privire la variația în valoarea unitară a activelor nete. În acest context, pe baza rezultatelor empirice obținute din cercetările efectuate, considerăm că investitorii au avut în vedere, în general, într-o măsură mai redusă impactul opiniei de audit modificate, decât alte considerente, atunci când și-au fundamentat deciziile de investiții. Cu toate acestea, evoluțiile recente în materie de emiteri a raportului de audit în cazul entităților de interes public, ar putea genera un plus de valoare informațională către investitori, prin descrierea aspectelor cheie de audit. Această ipoteză de cercetare conturează o altă perspectivă de cercetare pe care o avem în vedere pentru viitor.

BIBLIOGRAFIE

1. Arens, A.A., Elder, R.J. și Beasley, M.S. (2008), *Auditing and assurance services. An integrated approach*, Twelfth edition, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
2. Beasley, M.S., Buckless, F.A., Glover, S.M. și Prawitt, D.F. (2009), *Auditing cases. An interactive learning approach*, Fourth edition, New Jersey, Prentice Hall.
3. Boynton, W.C. și Johnson, R.N. (2006), *Modern auditing. Assurance services and the integrity of financial reporting*, Eighth edition, John Wiley & Sons.
4. Dănescu, T. și Spătăcean, O. (2014), Controversies in auditing fair value accounting estimates for financial assets, *Audit Financiar*, vol. XII, nr. 117(9), pp. 30-42.
5. Kothari, S.P., Shu, S. și Wysocki, P.D. (2009), Do managers withhold bad news?, *Journal of Accounting Research*, vol. 47, nr. 1, pp. 241-276, DOI 10.1111/j.1475-679x.2008.00318.x.
6. Legea Societăților nr. 31/1990, republicată, cu modificările și completările ulterioare, disponibilă la <https://legeaz.net/legea-31-1990/>, accesată pe 1 noiembrie 2017.
7. Louwers, T.J., Ramsay, R.J., Sinason, D.H. și Strawser, J.R. (2007), *Auditing and assurance services*, Second edition, New York, McGraw-Hill Irwin.
8. Messier, W.F., Glover, S.M. și Prawitt, D.F. (2008), *Auditing and assurance services. A systematic approach*, 5th edition, New York, McGraw-Hill Irwin.
9. Ricchiute, D.N. (2006), *Auditing*, 8th edition, Thomson South-Western.
10. Rittenberg, L.E. și Schwieger, B.J. (2005), *Auditing. Concepts for a changing environment*, Fifth edition, Ohio, Thomson South-Western.
11. Soltani, B. (2007), *Auditing. An international approach*, Harlow, Essex, Pearson Education.
12. Whittington, O.R. și Pany, K. (2008), *Principles of auditing & other assurance services*, 16th edition, New York, McGraw-Hill Irwin.
13. www.bvb.ro