

---

# Contribuie adoptarea IFRS la protejarea investitorilor minoritari?

---

**Bogdan DIMA,**  
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,  
Universitatea de Vest din Timișoara,  
e-mail: bogdandima2001@gmail.com

**Ștefana Maria DIMA,**  
ECREB – East European Center for Research in  
Economics and Business, Facultatea de Economie și  
Administrarea Afacerilor, Universitatea de Vest  
din Timișoara,  
e-mail: stefana.dima@e-uvv.ro

**Miruna-Lucia NACHESCU,**  
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,  
Universitatea de Vest din Timișoara,  
e-mail: mnachescu@gmail.com

## Rezumat

Obiectivul acestui articol este de a analiza legătura dintre protecția acționarilor minoritari și adoptarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (IFRS). În acest sens, a fost estimat statutul adoptării IFRS pentru 109 țări și s-a luat în calcul clasamentul privind Protecția Investitorilor Minoritari (oferit de Banca Mondială, ca o componentă a Indexului privind ușurința de a face afaceri – Ease of Doing Business Index). Pentru a aborda problemele de cauzalitate inversă a fost adoptat un cadru metodologic MMG. Rezultatele relevă faptul că impactul adoptării IFRS asupra rangului unei țări (în ceea ce privește statutul protecției investitorilor minoritari) descrie o traiectorie în formă de U întors și este statistic semnificativ. Aceste rezultate sunt robuste chiar dacă sunt luate în considerare diferite variabile de control (caracteristicile sistemului juridic, condițiile piețelor de creditare și procedurile de soluționare a insolvenței) și metodologii de estimare. În plus, au fost comparate țările OECD cu cele non-OECD, constatând că impactul cel mai puternic al adoptării IFRS se înregistrează în cazul celui de-al doilea grup.

**Cuvinte cheie:** acționari minoritari, IFRS, sistem de drept, insolvență, țări OECD și non-OECD

**Clasificare JEL:** C10, C13, C14, D01, D22, G39, M49

### Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Dima, B., Dima, S.M., Nachescu, M-L. (2018), Does IFRSs adoption contribute to the protection of minority investors?, *Audit Financiar*, vol. XVI, no. 4(152)/2018, pp. 584-598, DOI: 10.20869/AUDITF/2018/152/026

### Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2018/152/026>

Data primirii articolului: 18.10.2018

Data revizuirii: 24.10.2018

Data acceptării: 01.11.2018

## 1. Introducere

În ultimele decenii, pe măsură ce piețele financiare s-au dezvoltat într-un ritm mai rapid, au apărut noi instituții care să asigure stabilitatea pieței și să permită investitorilor să se încreadă în aplicarea de standarde de raportare financiară comparabile la nivel global. Ca un grup cheie de utilizatori ai informației financiare, investitorii preferă să investească atunci când mediul juridic le garantează o protecție suficientă (Leuz și alții, 2009). Mai mult, după cum remarcă Bishara (2011), existența corupției, lipsa protecției investitorilor și a drepturilor acționarilor minoritari pot descuraja investitorii potențiali în a-și asuma riscul de a investi în companii care operează pe o anumită piață. Pagano (1993) arată că protecția slabă a investitorilor descurajează dezvoltarea piețelor financiare și, astfel, pentru a evita reducerea fluxurilor financiare, piețele trebuie să asigure o astfel de protecție. Unii autori consideră că nivelul de dezvoltare al piețelor financiare este adesea dat de nivelul protecției investitorilor iar criza financiară a fost doar o dovadă a "incapacității de adaptare la realitățile pieței și de a asigura un nivel adecvat de protecție investitorilor" din partea celor care reglementează și supraveghează piața (Barna și Nachescu, 2014).

Cu toate acestea, indiferent de modul în care autoritățile de reglementare încearcă să asigure aceleași condiții tuturor participanților la piață, protecția investitorilor minoritari este una dintre problemele majore, percepute atât la nivel gnoseologic, cât și empiric. Piețele financiare în care drepturile investitorilor minoritari sunt protejate în mod corespunzător sunt mai puțin sensibile la constrângeri de ordin financiar, permițând o creștere a performanței investițiilor. Stultz (2005: 26) susține că „atunci când problema de agenție (conflictul de interese) la nivelul autorităților de reglementare centrale este semnificativă, aceasta poate fi exploatată de către acționarii majoritari în avantajul lor. De exemplu, prin mituirea autorităților, aceștia pot expropria acționarii minoritari fără consecințe, ceea ce nu ar fi posibil dacă statul ar respecta cu strictețe legile și reglementările sale. Mai mult, actori interni din corporații (*corporate insiders*), care obțin venituri prin controlul corporațiilor, nu sunt interesați în a lua măsuri care să reducă puterea discreționară a autorităților de stat atunci când aceasta îi ajută să își protejeze beneficiile”.

Pe de altă parte, nivelul investițiilor în guvernanta internă este asociat cu protecția investitorilor la nivel de țară. La

Porta și alții (1997, 1998, 2000) arată că o puternică protecție a investitorilor este cel mai important factor asociat promovării bunei guvernante corporative. Protejarea semnificativă a investitorilor creează un mediu care descurajează comportamentul oportunist al managerilor, reduce riscul de gestionare defectuoasă și crește încrederea acționarilor și dorința lor de a participa pe piețele financiare (DeFond și Hung, 2004).

Houge și alții (2012) utilizează în analiza lor șase indicatori pentru măsurarea protecției investitorilor la nivel de țară: independența consiliului, aplicarea legilor privind valorile mobiliare, protecția drepturilor acționarilor minoritari, aplicarea standardelor contabile și de audit, independența justiției și libertatea presei.

Ei concluzionează că adoptarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (IFRS) nu conduce la o calitate superioară a informațiilor privind profiturile raportate de companii, cu excepția cazului în care cadrul de protecție a investitorilor este bine stabilit. Aceste rezultate sunt în concordanță cu concluziile lui Leuz și alții (2003), La Porta și alții (1998, 2000, 2002) și Ball și alții (2003), care susțin că adoptarea unor standarde de înaltă calitate reprezintă o condiție necesară, dar nu și suficientă, pentru obținerea unor informații de înaltă calitate și că o puternică protecție a investitorilor este o necesitate pentru creșterea calității informațiilor privind profiturile, chiar în contextul aplicării unor standarde de raportare de înaltă calitate.

La Porta și alții (1998) susțin că protecția puternică a investitorilor la nivel de țară îmbunătățește drepturile investitorilor externi (minoritari) și reduce conflictele între acționarii care dețin controlul/interni și acționarii minoritari/externi.

Mai mulți autori (La Porta și alții, 1997, 1998, 2000; Djankov și alții, 2003; Beck și alții, 2003a, 2003b; Claessens și Laeven, 2003) arată că fluxurile de investiții și capacitatea companiilor de a găsi finanțare cresc atunci când acționarii și creditorii sunt mai bine protejați prin lege.

Modigliani și alții (2000) oferă dovezi empirice pentru relația dintre protecția investitorilor și dezvoltarea piețelor financiare, prin utilizarea unor indicatori de măsurare a protecției investitorilor și a corupției, precum și a unuia dedicat măsurării prețului (prima pentru acțiunile cu drept de vot). Atunci când drepturile minoritarilor nu sunt bine protejate, capacitatea companiilor de a atrage capital propriu este afectată, ceea ce conduce la posibilități limitate de a atrage

resurse de finanțare pentru proiecte noi riscante. Consecințele pot include scăderea capitalizării și creșterea preferinței pentru utilizarea capitalului propriu generat intern și a împrumuturilor bancare în detrimentul titlurilor tranzacționabile. Un element cheie care influențează disponibilitatea creditelor, în special pentru firmele mici, este severitatea cu care legislația falimentului tratează debitorii. O legislație clementă în acest domeniu oferă antreprenorilor o asigurare parțială împotriva consecințelor eșecului în afaceri (Jackson, 1985; Lee și alții, 2007).

Chiar dacă literatura de specialitate a studiat în mod extensiv legăturile dintre protecția drepturilor acționarilor și dezvoltarea piețelor financiare, ea documentează, de asemenea, și impactul protejării drepturilor creditorilor pe piețele financiare (Bae și Goyal, 2003; Demircuc-Kunt și Maksimovic, 1998). Cu toate acestea, dovezile empirice bazate pe eșantioane multi-statale sunt limitate la utilizarea unui indice general egal cu numărul de drepturi acordate creditorilor. Un astfel de indice a fost dezvoltat de La Porta și alții (1998) și utilizează patru variabile fictive (*dummy*): reorganizare restrictivă, schimbarea obligatorie a echipei manageriale în timpul procedurilor de reorganizare sau faliment, lipsa unei prevederi care interzice automat, deși temporar, creditorilor de a pretinde sumele datorate de companiile aflate în reorganizare sau faliment, prioritate garantată a creditorilor. Prin utilizarea acestui indice general, dovezile empirice sugerează că puterea agregată a drepturilor creditorilor are efecte limitate asupra dezvoltării financiare (probabil din cauza aspectelor foarte diferite luate în considerare).

În plus, sistemul juridic adoptat are un impact semnificativ asupra diferitelor aspecte ale principiilor de guvernare corporativă utilizate. Există numeroase studii care analizează relația dintre sistemul de drept și cel financiar. Majoritatea studiilor încearcă să determine nivelul de protecție oferit de lege investitorilor, diferențele dintre sistemele juridice adoptate de diferite țări sau să stabilească impactul politicilor de guvernare corporativă adoptate de companii asupra performanțelor lor. Sistemul juridic al unei țări este semnificativ legat de calitatea informațiilor contabile (La Porta și alții, 1998, Ball și alții, 2000, Hung 2000, Burgstahler și alții, 2007). La Porta și alții (1997, 1998) arată că sistemele de drept cutumiar/comun (cum ar fi sistemele din Regatul Unit sau din Statele Unite ale Americii) promovează o protecție puternică a investitorilor minoritari, în contrast

cu protecția slabă sau aproape inexistentă regăsită în sistemele de drept civil/latin. Protecția juridică slabă pentru acționarii minoritari creează oportunități pentru manifestarea abuzurilor manageriale și, prin urmare, nivelul de protecție oferit de lege investitorilor (prin statul de drept) devine un factor determinant pentru modul în care guvernarea corporativă evoluează în țara respectivă.

Cu toate acestea, existența reglementărilor legale nu este suficientă, dacă acestea nu sunt respectate de către participanții pe piață (Berkowitz și alții, 2003). Caracteristicile instituționale, cum ar fi statul de drept și eficiența sistemului judiciar al unei țări, afectează calitatea informațiilor contabile și funcționarea piețelor financiare în general (Leuz și alții, 2003, Morck și alții, 2000).

Bhattacharya și Daouk (2002) arată că prețurile acțiunilor nu reacționează la momentul adoptării unor noi măsuri de protecție, dar variază semnificativ atunci când se sancționează prima încălcare a acestor regulamente. Ben Naceur și alții (2007) demonstrează că o legislație care asigură o mai bună protecție a drepturilor acționarilor reduce costurile de agenție și permite o mai bună supraveghere a managerilor.

Atunci când se discută factorii determinanți ai diferențelor dintre țări în dezvoltarea economică, unul dintre factorii luați în considerare este mediul juridic (Beck și alții, 2000). Studiul arată că un nivel scăzut al protecției investitorilor, măsurat prin prevederile legale și nivelul la care acestea sunt impuse, este reflectat de dimensiunea redusă a piețelor financiare.

Nivelul de protecție a investitorilor, prin intermediul reglementărilor legale existente, diferă în funcție de originea sistemului juridic și, prin urmare, modelele de creștere economică diferă de la o țară la alta (La Porta și alții, 2000). Baza de date realizată de către La Porta și alții (1997, 1998), atunci când au avut în vedere protecția investitorilor, a fost contestată de diferiți autori (Djankov și alții, 2008; Spamann, 2010), care și-au exprimat circumspecția cu privire la construirea indicelui clasic al măsurilor de protecție a investitorilor, *The Antidirector Right Index* (ADRI), dezvoltat de La Porta și alții (1998). Indexul variază de la zero la șase și măsoară ușurința cu care acționarii își exercită drepturile de vot și alte drepturi legale – cum ar fi acționarea în justiție a directorilor și convocarea unor adunări speciale ale acționarilor. Spamann (2010) a arătat că există diferențe semnificative între țările de drept cutumiar și

cele cu sisteme de drept civil în ceea ce privește acest indice. Pe de altă parte, Djankov și alții (2008) au elaborat un index anti-conflict-de-interese (*anti-self-dealing index*), care măsoară protecția acționarilor minoritari împotriva exproprierii de către acționarii care dețin controlul, prin intermediul tranzacțiilor abuzive în interes personal. Acest indice este o măsură mai bună pentru protecția acționarilor minoritari, în cazul țărilor în care proprietatea este foarte concentrată, deoarece include măsuri de aprobare, de informare și de expunere publică a tranzacțiilor afectate de un conflict de interese.

O problemă majoră cu care se confruntă investitorii și care afectează capacitatea acestora de a lua decizii adecvate este calitatea informațiilor financiare disponibile pe piață. Penman (2002) consideră că discuția legată de calitatea informațiilor financiare trebuie să aibă în vedere utilitatea informațiilor furnizate pentru interesul acționarilor, dar trebuie să țină seama și de interesul public.

În acest context, IFRS-urile au devenit, în ultimele două decenii, principalul cadru global de raportare financiară, fiind acceptate pentru admiterea emitenților de valori mobiliare pe principalele piețe de capital din lume (Mueller și alții, 1997). Adoptarea IFRS de către mai multe jurisdicții poate fi văzută ca un eveniment cheie în istoria raportării financiare, precum și în cadrul convergenței sistemelor naționale de contabilitate (Larson and Street, 2004; Whittington, 2005), care duce la creșterea inteligibilității și a relevanței informațiilor financiare pentru utilizatori.

Barth și alții (2008) și Bartov și alții (2004) arată că, prin adoptarea standardelor emise de IASB (influențate în mod clar de țările de drept cutumiar, precum Statele Unite ale Americii și Regatul Unit), calitatea raportării financiare s-a îmbunătățit. Barth și alții (2008) consideră faptul că, după adoptarea IAS, firmele se caracterizează prin angajarea într-o măsură mai mică într-un management sistematic al profiturilor (*earnings management*), o recunoaștere mai rapidă a pierderilor și o mai mare relevanță a informațiilor contabile comparativ cu firmele care nu adoptă aceste standarde. Aharony și alții (2010) investighează impactul național al adoptării IFRS, comparând modele bazate pe relevanța valorilor prețurilor și randamentelor, pentru a evalua modul în care renunțarea la standardele locale de contabilitate afectează conținutul informativ al cifrelor contabile destinate investitorilor.

Cu toate acestea, adoptarea unui astfel de cadru global de raportare financiară exercită o mai mare presiune asupra managerilor și auditorilor, permițând exercitarea propriilor opțiuni și reducerea activităților de management al rezultatelor (Sunder, 1997; Ewert și Wagenhofer, 2005).

Legile privind protecția investitorilor încurajează o raportare financiară mai precisă (Leuz și alții, 2003) și mai mult arbitraj, ambele fiind prezumate să conducă la o mai bună reflectare a valorilor fundamentale în prețurile acțiunilor.

Bushman și Smith (2001) consideră că o protecție puternică a drepturilor investitorilor, la nivel de țară, stimulează companiile să ofere informații contabile de calitate superioară, creând, astfel, premisele pentru o creștere economică mai rapidă. Au existat și alți autori (Bhattacharya și alții, 2003; Bushman și alții, 2004) care consideră că unul dintre factorii care influențează transparența financiară este și nivelul de protecție asigurat de o țară investitorilor săi. Așadar, mai mulți autori (Ball și alții, 2000; Daske și alții, 2008; Hung 2000; La Porta și alții, 1998, 2000, 2002) susțin că adoptarea unor standarde de raportare financiară de calitate superioară devine o condiție necesară pentru obținerea unor informații financiare de înaltă calitate. Totuși, acești autori nu consideră că o astfel de măsură este suficientă pentru o mai bună protecție a investitorilor la nivel național. Francis și alții (2001) observă că, în țările cu legi bine stabilite pentru protecția investitorilor, standardele contabile devin mai transparente.

Leuz și alții (2003) arată că, deoarece o protecție puternică a acționarilor limitează capacitatea actorilor interni de a masca performanța companiei, pe măsură ce crește protecția investitorilor crește și calitatea informațiilor financiare raportate.

În plus, Ding și alții (2007) investighează modul în care sistemul juridic al unei țări, dezvoltarea economică, piețele financiare și concentrarea proprietății influențează standardele contabile și, în consecință, calitatea raportării financiare.

Deoarece multe țări au prevederi legale care permit firmelor fie să renunțe la anumite prevederi din legile de protecție a investitorilor, fie să aleagă adoptarea unor măsuri suplimentare (Black și Gilson, 1998, Easterbrook și Fischel, 1991; Klapper și Love, 2004), politicile de guvernare corporativă aplicate de către firmele din aceeași țară pot diferi semnificativ de la o companie la

alta. Astfel de prevederi legale permit managerilor care acționează în medii caracterizate printr-o guvernanta corporativă slabă să compenseze percepția negativă a investitorilor față de acest mediu, prin încorporarea unor măsuri mai puternice de protecție a investitorilor și prin prezentarea lor către proprietarii de capital. În acest context, Klapper și Love (2004) remarcă faptul că, deși eforturile la nivel de firmă nu substituie în totalitate absența unei infrastructuri legale de calitate, acestea pot, într-o anumită măsură, să îmbunătățească independent protecția investitorilor și drepturile acționarilor minoritari, contrazicând teoria lui Shleifer și Wolfenzon (2002), care consideră că absența unui sistem juridic eficient la nivel de țară face ca firmele să nu poată asigura o percepție pozitivă a mediului în ochii investitorilor. Chiar dacă astfel de studii (Klapper și Love, 2004; Shleifer și Wolfenzon, 2002) au pus în evidență relația dintre guvernanta corporativă și performanță, acestea se referă doar la piața americană, fără a clarifica această legătură pentru țările în curs de dezvoltare.

Faccio și Lang (2002) constată diferențe privind structura de proprietate, arătând că, în țările de drept cutumiar (cu reglementări puternice), companiile tind să aibă un acționariat mai dispersat, în timp ce în țările cu sisteme de drept civil (cu reglementări mai slabe), firmele sunt, de obicei, controlate de familii. De asemenea, participarea statului la capital este mai importantă în țările de drept latin. Autorii subliniază faptul că, în cazul unei structuri foarte dispersate a acționariatului, interesele managerilor și acționarilor pot diferi în mod semnificativ, ridicându-se problema asimetriei informaționale. Aceasta generează necesitatea unei raportări financiare de înaltă calitate și a altor forme de publicare în timp util a informațiilor.

Wenjie și Wayne (2014) investighează impactul standardelor contabile și al mediilor juridice asupra conținutului informațional al prețurilor acțiunilor. Ei consideră că există o corelație negativă între adoptarea IFRS-urilor sau a standardelor americane de contabilitate (denumite generic US GAAP) și sincronicitatea prețului acțiunilor, într-un cadru univariat, corelație care dispare în cadrul unei analize multivariate, atunci când sunt luate în calcul variabile care măsoară mediile juridice, cum ar fi nivelul de protecție a acționarilor sau originea legală. Aceste rezultate arată că simpla adoptare a unui set de standarde contabile nu este suficientă pentru creșterea eficienței pieței

financiare. Autorii demonstrează că relația dintre sincronicitatea prețului acțiunilor și standardele contabile este semnificativ negativă numai în țările de drept cutumiar, cu o protecție mai bună a acționarilor și un sistem mai adecvat de impunere a cadrului legal, în general. Concluziile acestora sunt în concordanță cu cele ale altor cercetători (Burgstahler și alții, 2007; Daske și alții, 2008, Doidge și alții, 2007 și Leuz și alții, 2009), care subscriu ideii potrivit căreia standardele contabile de înaltă calitate ameliorează conținutul informațional al prețurilor numai în țările cu medii juridice puternice.

Astfel, în urma analizei literaturii, am constatat că, până în prezent, implicațiile adoptării IFRS asupra protecției investitorilor minoritari nu au suport empiric și teoretic. Studiul nostru intenționează să acopere acest gol în literatură, abordând și posibilitatea existenței unei conexiuni inverse.

În consecință, pe baza argumentelor prezentate anterior, adoptăm următoarele ipoteze de cercetare:

**H1:** *Adoptarea IFRS-urilor contribuie la protecția investitorilor minoritari.*

**H2:** *Cele mai bune rezultate sunt obținute în cazul adoptării integrale a IFRS-urilor, în timp ce combinarea acestora cu sisteme contabile naționale duce la un efect mai puțin clar.*

**H3:** *Un sistem juridic bazat pe drept cutumiar nu garantează în mod automat cea mai bună protecție a investitorilor minoritari, iar o combinație de sisteme juridice (cutumiar / civil / musulman) are rezultate mai bune în ceea ce privește protecția drepturilor minoritarilor.*

Lucrarea este structurată după cum urmează: în următoarea secțiune prezentăm metodologia de cercetare, precum și datele utilizate; secțiunea 3 raportează rezultatele și analiza de robustețe. Sunt formulate mai multe concluzii, iar în secțiunea 4 sunt sugerate o serie de implicații care pot fi avute în vedere pentru stabilirea unor politici în domeniu.

## 2. Date la nivel internațional

Site-ul web al Fundației IFRS și al Consiliului pentru Standarde Internaționale de Contabilitate (IASB) prezintă rapoarte (profiluri de țară) cu privire la utilizarea IFRS-urilor de către diferite jurisdicții. Aceste rapoarte au fost elaborate pe baza unor

surse foarte diferite, cea mai importantă fiind setul de răspunsuri oferite de către organismele de normalizare contabilă și de către alte organisme relevante în cadrul unui sondaj realizat de Fundația IFRS. Rapoartele au fost revizuite de către autoritățile de reglementare, firmele internaționale de audit și de către participanții la sondaj, iar

comentariile acestora sunt reflectate în materialele difuzate.

Am decis să folosim 109 astfel de profiluri de țară, așa cum le-a prezentat Fundația IFRS la adresa <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx>, la 16 noiembrie 2014 (Tabelul nr. 1).

**Tabelul nr. 1. Țările utilizate în eșantion, stadiul adoptării IFRS și protecția investitorilor minoritari**

Țara	Adoptare a IFRS	Protecția investitorilor minoritari	Țara	Adoptare a IFRS	Protecția investitorilor minoritari	Țara	Adoptarea IFRS	Protecția investitorilor minoritari
Singapore	2	3	Israel	2	11	Filipine	1	154
Noua Zeelanda	2	1	Chile	2	56	Ucraina	2	109
Hong Kong SAR, China	2	2	Belgia	2	40	Bahamas	2	141
Danemarca	2	17	Africa de Sud	1	17	Dominica	2	87
Coreea, Rep.	2	21	Republica Cehă	2	83	Sri Lanka	2	51
Norvegia	2	12	Armenia	2	49	St. Lucia	2	141
Statele Unite	1	25	Rwanda	2	117	Brunei Darussalam	0	110
Regatul Unit	2	4	România	2	40	Barbados	1	177
Finlanda	2	76	Arabia Saudită	0	62	El Salvador	2	154
Australia	2	71	Slovenia	2	14	Zambia	2	83
Suedia	2	32	Panama	2	76	Egipt, Republica Arabă	0	135
Islanda	2	28	Ungaria	2	110	Indonezia	0	43
Irlanda	2	6	Turcia	2	13	Ecuador	2	117
Germania	2	51	Italia	2	21	Iordania	2	154
Georgia	2	43	Belarus	0	94	Belize	0	169
Canada	2	7	Jamaica	2	71	Nicaragua	1	172
Estonia	2	56	Luxembourg	2	117	Brazilia	2	35
Malaezia	2	5	Grecia	2	62	Sf. Kitts și Nevis	2	87
Elveția	1	78	Federația Rusă	2	100	Guyana	2	135
Austria	2	32	Moldova	2	56	Argentina	2	62
Emiratele Arabe Unite	1	43	Cipru	2	14	Pakistan	1	21
Letonia	2	49	Croația	2	62	Tanzania	2	141
Lituania	2	78	Oman	2	122	Kenia	2	122
Portugalia	2	51	Albania	0	7	Sierra Leone	2	62
Tailanda	0	25	Ghana	2	56	Uzbekistan	0	100
Olanda	2	94	Mongolia	2	17	India	0	7
Mauritius	1	28	Guatemala	1	174	Bolivia	0	160
Japonia	0	35	Vietnam	0	117	Madagascar	0	87
Macedonia, FYR	2	21	Trinidad și Tobago	2	62	Niger	0	146
Franta	2	17	Azerbaidjan	2	51	Nigeria	0	62
Polonia	2	35	Fiji	2	110	Zimbabwe	2	87
Spania	2	30	Uruguay	1	110	Bangladesh	2	43
Columbia	0	10	Costa Rica	2	181	Guineea-Bissau	0	122
Peru	2	40	Republica Dominicană	0	83	Angola	0	94
Republica Slovacă	2	100	Antigua și Barbuda	2	35	Venezuela, RB	1	178
Bulgaria	2	14	Paraguay	0	166			
Mexic	1	62	Malta	2	51			

Sursa: Date prelucrate de autori

Am construit o variabilă fictivă, care ia valoarea 2 pentru țările în care IFRS-urile (în varianta adoptată de Uniunea Europeană sau publicate de IASB) sunt implementate integral, valoarea 1 pentru țările care au adoptat parțial standardele internaționale și 0 pentru cele care au decis să nu adopte IFRS-urile. Setul de date include un spectru larg de situații: din eșantion, 21 de țări nu au adoptat IFRS, 13 sunt cazuri de adopție parțială, iar 75 au adoptat standardele integral.

În plus, folosim datele furnizate de Doing Business ([www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)). Această bază de date oferă informații privind protecția investitorilor minoritari. Datele provin dintr-un chestionar administrat avocaților care profesază în domeniul corporativ sau al valorilor mobiliare și se bazează pe reglementările privind valorile mobiliare, legea societăților comerciale, codurile de procedură civilă și regulile instanței cu privire la probatoriu. Clasamentul este realizat în funcție de scorurile aferente distanței față de frontieră înregistrate în evaluarea gradului de protecție a investitorilor minoritari.

Variabila fictivă privind adoptarea IFRS fiind principala variabilă explicativă, controlăm în model pentru „ușurința obținerii creditelor” și pentru „mecanismele de soluționare a insolvenței”. Doing Business măsoară

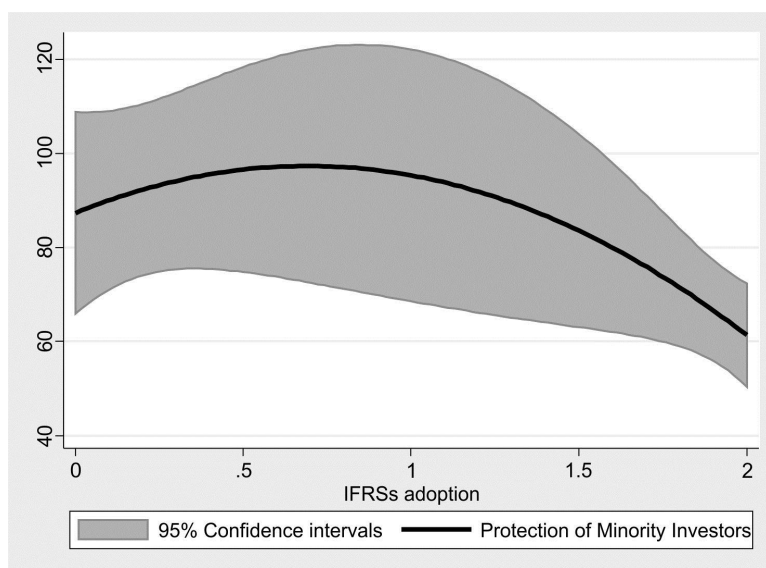
drepturile legale ale debitorilor cu privire la tranzacțiile garantate printr-un set de indicatori și schimbul informațiilor de creditare, printr-un altul.

Clasamentul economiilor în ceea ce privește ușurința obținerii creditelor este determinat prin ierarhizarea distanței până la scorurile de frontieră înregistrate în evaluarea obținerii creditelor. Aceste scoruri reprezintă scorul aferent distanței față de frontieră pentru suma indicelui privind puterea drepturilor legale și a indicelui privind abundența informațiilor de creditare.

Clasamentul economiilor în ceea ce privește ușurința soluționării insolvenței se determină prin ierarhizarea scorurilor aferente distanței față de frontieră pentru soluționarea insolvenței. Aceste scoruri sunt media simplă a scorurilor aferente distanței față de frontieră pentru rata de recuperare și indexul privind calitatea cadrului normativ privind insolvența.

Controlăm, de asemenea, în model pentru caracteristicile specifice ale sistemului juridic. Datele pentru fiecare țară sunt furnizate de Universitatea din Ottawa, JuriGlobe-World Legal Systems (<http://www.juriglobe.ca/eng/syst-onu/index-alpha.php>). Variabila fictivă ia valoarea 2 pentru țările cu sistem de drept cutumiar, 1 pentru țările cu sisteme mixte și 0 pentru cele care au un sistem de drept civil.

**Figura nr. 1. „Kernel (Epanechnikov) fit” pentru protecția investitorilor minoritari și adoptarea IFRS**



Sursa: Date prelucrate de autori

O analiză preliminară a relației dintre protecția investitorilor minoritari și adoptarea IFRS pe baza estimatorului *kernel fit* sugerează că ar putea exista o legătură în formă de U inversă între aceste două variabile (Figura nr. 1). Cu toate acestea, este necesară o analiză mai detaliată.

### 3. Rezultate și comentarii

#### 3.1. Estimări OLS și ale Frontierei Stocastice

Inițial, am realizat o analiză preliminară de regresie (metoda „celor mai mici pătrate” – OLS). Rezultatele sunt raportate în coloana 1 a Tabelului nr. 2.

**Tabelul nr. 2. Protecția investitorilor minoritari și adoptarea IFRS**

A) Eșantion total: 109 țări

	(1)	(2)	(3)
	OLS	Stochastic Frontier Analysis (SFA)	Instrumental Generalized Method of Moments (GMM)
Adoptarea IFRS dummy	90.261*** (28.687)	90.263*** (23.675)	227.942*** (75.836)
Adoptarea IFRS dummy <sup>2</sup>	-41.614*** (14.295)	-41.614*** (11.699)	-109.133*** (37.790)
Drept Comun dummy	-52.837*** (18.706)	-52.837*** (18.735)	-70.199*** (23.622)
Drept Comun dummy <sup>2</sup>	26.145** (10.742)	26.145*** (9.978)	32.585*** (12.483)
Variabila Obținerea Creditului	0.356*** (0.094)	0.356*** (0.088)	0.323*** (0.094)
Variabila Soluționarea Insolvenței	0.465*** (0.086)	0.465*** (0.082)	0.442*** (0.078)
Numărul de observații	109	109	109
R <sup>2</sup>	0.784		
Wald $\chi^2$		396.12 (Probabilitate=0.000)	
Likelihood-ratio test (Ipoteza nulă: Nu există nici o componentă de <i>ineficiență tehnică</i> )		$\chi^2=0$ (Probabilitate=1.00)	
GMM C statistic $\chi^2$			5.765 (Probabilitate=0.056)
Hansen's J $\chi^2$			2.181 (Probabilitate=0.536)

B) Țările OCDE: 35 de țări

	(1)	(2)	(3)
	OLS	Stochastic Frontier Analysis (SFA)	Instrumental Generalized Method of Moments (GMM)
Adoptarea IFRS dummy	98.168*** (21.658)	98.168*** (35.612)	100.394** (46.291)
Adoptarea IFRS dummy <sup>2</sup>	-38.304*** (8.877)	-38.304** (17.305)	-33.657 (22.115)
Drept Comun dummy	-54.731*** (16.231)	-54.731 (35.040)	-64.098*** (17.722)
Drept Comun dummy <sup>2</sup>	20.666** (9.175)	20.666 (17.991)	21.605** (9.762)
Variabila Obținerea Creditului	0.048 (0.234)	0.048 (0.151)	-0.368 (0.228)
Variabila	0.126	0.126	0.015

Soluționarea Insolvenței	(0.334)	(0.223)	(0.251)
Numărul de observații	35	35	35
R <sup>2</sup>	0.718		
Wald $\chi^2$		88.96 (Probabilitate=0.000)	
Likelihood-ratio test (Ipoteza nulă: Nu există nici o componentă de <i>ineficiență tehnică</i> )		$\chi^2=0$ (Probabilitate=1.00)	
GMM C statistic $\chi^2$			1.179 (Probabilitate=0.555)
Hansen's J $\chi^2$			2.131 (Probabilitate=0.345)

## C) Țările non-OCDE: 74 de țări

	(1)	(2)	(3)
	OLS	Stochastic Frontier Analysis (SFA)	Instrumental Generalized Method of Moments (GMM)
Adoptarea IFRS dummy	95.750** (37.733)	95.747*** (29.584)	300.574*** (98.120)
Adoptarea IFRS dummy <sup>2</sup>	-44.770** (18.629)	-44.770** (14.568)	-147.844*** (48.545)
Drept Comun dummy	-59.602*** (22.592)	-59.602*** (22.600)	-82.991** (35.547)
Drept Comun dummy <sup>2</sup>	29.525** (13.667)	29.525** (12.052)	40.369** (17.888)
Variabila Obținerea Creditului	0.405*** (0.117)	0.405*** (0.112)	0.382*** (0.122)
Variabila Soluționarea Insolvenței	0.452*** (0.107)	0.451*** (0.105)	0.431*** (0.110)
Numărul de observații	74	74	74
R <sup>2</sup>	0.805		
Wald $\chi^2$		305.12 (Probabilitate=0.000)	
Likelihood-ratio test (Ipoteza nulă: Nu există nici o componentă de <i>ineficiență tehnică</i> )		$\chi^2=0$ (Probabilitate=1.00)	
GMM C statistic $\chi^2$			6.326 (Probabilitate=0.042)
Hansen's J $\chi^2$			1.787 (Probabilitate=0.618)

Note: Variabila dependentă *Protecția Investitorilor Minoritari* este clasificată astfel în indexul *Doing Business*. O valoare mai mare reflectă cea mai slabă protecție a acționarilor minoritari. Estimări robuste pentru OLS. C-statistics (Hayashi, 2000) testează endogenitatea variabilei dummy: Adoptarea IFRS. Este robust pentru heteroskedasticitate, autocorelație și grupare. Ipoteza nulă presupune că Adoptarea IFRS este exogenă. Conform valorilor testului, ipoteza nulă poate fi respinsă. Pentru estimările SFA: un model de frontieră a producției. Componenta ne-negativă a distribuției (o măsură a ineficienței) se presupune a fi dintr-o distribuție pe jumătate normală (Kumbhakar și Lovell, 2000). Pentru estimările GMM, instrumentele considerate sunt: Investițiile Străine Directe (intrări nete, % PIB, medii ale tuturor datelor disponibile între 2000 și 2013), variabile dummy pentru trei regiuni și una pentru țările membre ale Uniunii Europene. Statistica J a lui Hansen (1982) testează dacă instrumentele nu sunt corelate cu termenul de eroare. De asemenea, testează dacă ecuația nu este specificată corect și dacă una sau mai multe dintre variabilele exogene excluse ar trebui să fie incluse efectiv în ecuația structurală. Conform acestui test, ipoteza nulă potrivit căreia instrumentele utilizate sunt valide nu poate fi respinsă.

Sursa: Date prelucrate de autori

După cum evidențiază aceste rezultate, impactul exercitat de statutul adoptării IFRS asupra protecției investitorilor minoritari este statistic semnificativ la un prag de 1%. Un astfel de impact pare a descrie o traiectorie în formă de U invers: pe măsură ce statutul adoptării IFRS se mută de la „non-adoptie” la „adoptare parțială”, protecția investitorilor minoritari pare să se înrăutățească în termeni relativi. Melanjul de IFRS-uri și GAAP naționale face ca fluxul informațional să fie mai puțin transparent și nu pare să susțină o evaluare mai bună a situației investitorilor minoritari. Odată cu trecerea la adoptarea completă a IFRS, situația pare să se îmbunătățească evident. „Adoptarea completă” contribuie la „amplierea raportării financiare” și la „ușurința cu care acționarii pot deschide acțiuni în justiție” (accesul la documente și alte dovezi în cazul proceselor). Cu toate acestea, se observă că un astfel de efect arată un anumit grad de asimetrie, reflectat de valoarea coeficienților și a pătratelor acestora. Cu alte cuvinte, efectul benefic al adoptării IFRS-urilor poate fi mai bine evidențiat pentru nivelurile superioare ale intensității protecției acționarilor minoritari. Totuși, efectul „net” al adoptării IFRS-urilor asupra drepturilor acționarilor minoritari este în mare parte pozitiv.

Din variabilele de control, trăsăturile distinctive ale sistemelor juridice de drept cutumiar oferă un sprijin puternic pentru protecția acționarilor minoritari. Acest efect este în formă de U: țările cu sisteme juridice mixte beneficiază de o mai bună protecție a acționarilor minoritari. În special, impactul favorabil al arhitecturii și practicilor sistemului juridic pare să fie mai puternic în țările care combină elemente de drept cutumiar cu cele de drept civil sau musulman.

Condițiile generale ale piețelor creditului, așa cum sunt ele reflectate de calitatea sistemelor de raportare a creditelor și de eficacitatea legilor privind garanțiile și falimentul în facilitarea împrumuturilor, contribuie la o îmbunătățire semnificativă a clasamentului unei țări, în termenii protejării investitorilor minoritari. Același tip de efect este exercitat de modul în care o țară tratează punctele slabe ale legilor curente privind falimentul, precum și principalele blocaje procedurale și administrative din procesul de insolvență.

Mai mult, investigăm posibilitatea existenței unor factori fricționari, care conduc la o relativă ineficiență a canalelor de transmisie asociate pentru variabilele explicative considerate. Astfel de factori pot fi, de exemplu, legați de gravitatea problemelor de asimetrie

informațională existentă între investitorii majoritari și cei minoritari, de imperfecțiunile instituțiilor și mecanismelor piețelor financiare sau de practicile și normele sociale și culturale. De asemenea, ele pot fi legate de tendințele regionale sau de organizațiile internaționale și de aderarea instituțiilor la astfel de organizații. Pentru testare, utilizăm un cadru de analiză bazat pe modelul frontierei stocastice (*Stochastic Frontier Analysis: SFA*).

În acest cadru de analiză, se presupune că o perturbare a modelului structural încorporează două componente (vezi Kumbhakar și Lovell, 2000). Se presupune că prima componentă are o distribuție strict ne-negativă și este etichetată ca *termen de ineficiență*, în timp ce a doua componentă – *eroarea idiosincronică*, ce prezintă o distribuție normală – se presupune că are o distribuție simetrică. Existența primului termen conduce la o scădere a rezultatului „factorilor de producție” sau, în mod alternativ, crește costurile asociate unui anumit nivel de rezultat. Folosim o „funcție de producție” pentru protecția acționarilor minoritari și o parametrizare invariantă față de timp a *termenului de ineficiență*. Este aplicat un test *one-sided generalized likelihood-ratio* (a se vedea Gutierrez și alții, 2001) și un astfel de test tinde să accepte ipoteza nulă privind lipsa componentei de ineficiență: nu există o deficiență a protecției acționarilor minoritari ca rezultat al produsului maxim fezabil care poate fi obținut luând în considerare „factorii de producție” reprezentați de variabilele explicative considerate. În acest caz, modelul frontierei stocastice tinde să genereze rezultate similare cu cele oferite de un model OLS cu erori normale. Într-adevăr, SFA păstrează toate rezultatele OLS cu valori apropiate ale parametrilor corespunzători (coloana 2 din Tabelul nr. 2).

### 3.2. Verificarea cauzalității inverse

S-ar putea argumenta că există o problemă potențială de cauzalitate inversă în specificația modelului nostru: cauzalitatea implicită poate rula în ambele sensuri între adoptarea IFRS-urilor și protecția investitorilor minoritari. Un mediu economic și social puternic pro-business poate sprijini adoptarea IFRS-urilor pentru creșterea transparenței și îmbunătățirea calității informațiilor financiare. În acest caz, regresia liniară obișnuită produce în general estimări distorsionate și inconsistente (Greene, 2012; Wooldridge, 2010). Pentru a rezolva această problemă, folosim o regresie care include variabile instrumentale cu metoda *Generalized Method of Moments* (GMM) (Hall, 2005). Aceasta

implică un anumit moment sau condiții de *ortogonalitate* și permite heteroskedasticitatea erorilor.

Instrumentăm potențiala endogenitate a adoptării IFRS-urilor luând în considerare mai multe variabile. Folosim, ca instrumente, investițiile străine directe (FDI – *foreign direct investments, engl.*): intrări nete, % PIB, medii pentru perioada cuprinsă între 2000 și 2013, datele fiind furnizate de Banca Mondială, 2014. În literatura de specialitate există dovezi privind legăturile duale dintre adoptarea IFRS și FDI-urile existente și așteptate (a se vedea, de exemplu, Márquez-Ramos, 2008; Ramanna și Sletten, 2009): o țară este mai probabil să adopte IFRS dacă partenerii comerciali sau țările vecine din punct de vedere geografic au implementat deja IFRS. Pe baza unor argumente similare, considerăm ca instrumente variabile fictive pentru trei regiuni (pentru America, Asia, Africa). Pentru a reflecta consecințele Regulamentului IAS, adoptat de Uniunea Europeană în 2002, folosim o variabilă fictivă care să surprindă statutul de membru al Uniunii Europene. Rezultatele sunt raportate în coloana 3 din **Tabelul nr. 2**.

În primul rând, încercăm să vedem dacă regresorii endogeni sunt de fapt exogeni. Pentru aceasta, estimatorul OLS este mai eficient. În funcție de puterea instrumentelor, pierderea în eficiență ca urmare a utilizării variabilelor instrumentale poate fi semnificativă. Cu toate acestea, valoarea a testului statistic C (numită și 'difference-in-Sargan statistic', robustă față de heteroskedasticitate, autocorelație și efecte de clustering (Hayashi, 2000), arată că acest lucru nu se întâmplă. Ipoteza nulă potrivit căreia variabila care măsoară statutul adoptării IFRS este exogenă, în ceea ce privește instrumentele considerate, poate fi respinsă. Aceste instrumente par să fie corelate în mod corespunzător cu regresorii endogeni incluși, dar necorelate cu termenul de eroare. În al doilea rând, deoarece modelul nostru este unul supra-identificat (*over-identified*), ceea ce înseamnă că numărul de variabile instrumentale suplimentare depășește numărul de regresori endogeni, putem testa dacă instrumentele sunt necorelate cu termenul de eroare. De asemenea, vom testa dacă modelul nu este specificat corect și dacă una sau mai multe dintre variabilele exogene excluse ar trebui de fapt să fie incluse în ecuația structurală. Conform testului Hansen (1982), ipoteza nulă potrivit căreia instrumentele noastre sunt valide nu poate fi respinsă. În general, acceptăm că adoptarea IFRS-urilor poate fi văzută ca fiind cel puțin parțial endogenă în ceea ce privește

protecția acționarilor minoritari și, prin urmare, corectăm acest lucru în cadrul GMM.

Aici se mențin rezultatele cheie: efectul în formă de *U inversat* exercitat de adoptarea IFRS este prezent cu o semnificație statistică de 1%. Totuși, ca rezultat al corecției distorsiunilor estimatorilor OLS și datorită faptului că estimatorii variabilelor instrumentale prezintă devieri mai mici – deoarece instrumentele sunt puternic corelate cu variabila endogenă – amplitudinea parametrilor corespunzători este mai mare în comparație cu estimările OLS și SFA.

Același lucru se aplică și pentru forma de *U* asociată variabilei fictive, care surprinde existența unui sistem de drept cutumiar, însă, în acest caz, creșterea parametrilor comparativ cu estimările OLS și SFA este mai puțin substanțială. Pentru obținerea creditelor și, respectiv, soluționarea insolvenței, rezultatele sunt comparabile cu cele obținute anterior.

Toate aceste constatări indică faptul că, în eșantionul total de 109 țări, efectul pozitiv al adoptării IFRS asupra protecției investitorilor minoritari este robust în toate metodele de estimare folosite, iar amplitudinile sale le depășesc pe cele asociate caracteristicilor sistemelor juridice sau ale piețelor creditului, precum și procedurilor de soluționare a insolvenței.

### 3.3. Verificarea robusteții: țările OECD versus cele non-membre OECD

O întrebare care poate fi pusă în legătură cu rezultatele noastre este: cât de robuste rămân aceste rezultate dacă se ia în considerare nivelul general de dezvoltare pentru țările în cauză? Pentru a furniza o evaluare, am împărțit eșantionul nostru complet de date în două subeșantioane: pentru țările OECD și, respectiv, pentru cele din afara OECD. Rezultatele sunt prezentate în panelul „B” și în panelul „C” din **Tabelul nr. 2**.

Pentru țările OECD, estimările OLS și SFA pentru efectele adoptării IFRS indică același profil ca pentru eșantionul complet. Totuși, în cadrul GMM, efectele neliniare nu mai sunt semnificative din punct de vedere statistic, în timp ce nivelul de semnificație statistică pentru coeficienți în nivel este de 5%, iar amplitudinea corespunzătoare este jumătate din cea specifică eșantionului total (și aproximativ o treime față de țările care nu sunt membre OECD).

Caracteristicile sistemelor juridice mențin efectul în formă de *U* pentru țările OECD. Totuși, dacă acestea sunt semnificative din punct de vedere statistic în OLS,

semnificația lor se pierde în SFA. Pentru estimările GMM, componenta neliniară este semnificativă doar la 5%, cu o distanță mai mică a efectelor induse în raport cu eșantionul global. Interesant este faptul că semnificația caracteristicilor piețelor creditului și a procedurilor de soluționare a insolvenței este non-existentă în cadrul eșantionului țărilor OECD. Pentru aceste țări, cele două variabile de control nu joacă practic niciun rol în explicarea protecției drepturilor investitorilor minoritari.

Pentru țările care nu fac parte din OECD, impactul adoptării IFRS este semnificativ la un prag de 1% pentru toate metodele de estimare, iar amplitudinea corespunzătoare este oarecum mai mare comparativ cu eșantionul total. Cu excepția componentelor neliniare ale caracteristicilor distinctive ale sistemelor juridice, care sunt semnificative la un prag de 5%, toate variabilele de control prezintă o semnificație statistică de 1% și generează efecte similare cu cele înregistrate în cazul eșantionului total, cu o dimensiune relativ mai mare.

#### 4. Concluzii

În ansamblu, există anumite diferențe structurale clare între țările OECD și cele din afara OCDE în ceea ce privește natura, eficiența și consecințele canalelor de transmisie implicate. Deci, se poate argumenta că nivelul general de dezvoltare modulează impactul variabilelor considerate asupra protecției acționarilor minoritari. Se poate argumenta că un nivel mai ridicat al dezvoltării economice este, de obicei, asociat cu un mediu de afaceri puternic susținut (inclusiv o protecție bine articulată și eficace a investitorilor minoritari). Totuși, acest argument ar trebui să fie nuanțat, deoarece

influența adoptării IFRS-urilor se menține la diferite nivele și praguri de semnificație în ambele eșantioane. Cu alte cuvinte, chiar dacă există deja un sistem coerent de protecție a acționarilor minoritari, adoptarea IFRS-urilor poate contribui la ameliorarea acestuia.

Probabil cea mai importantă implicație a constatărilor noastre pentru politicile care pot fi prescrise în domeniu constă în ideea că adoptarea IFRS-urilor susține ferm protecția drepturilor investitorilor minoritari. De asemenea, rezultatele noastre atrag atenția asupra faptului că rezultatele cele mai bune sunt obținute în cazul adoptării integrale a standardelor internaționale, în timp ce amestecul acestora cu standardele naționale conduce la un efect mai puțin clar.

În plus, un sistem juridic bazat pe dreptul cutumiar nu garantează automat cea mai bună protecție a investitorilor minoritari. Mai degrabă, o combinație de sisteme juridice (cutumiar / civil / musulman) performează mai bine pentru obținerea acestui rezultat.

În cele din urmă, o îmbunătățire a condițiilor pieței de creditare, precum și mecanismele eficiente de soluționare a insolvenței pot sprijini protecția investitorilor minoritari, în special în țările în curs de dezvoltare.

Existența relației bilaterale dintre adoptarea IFRS-urilor și trăsăturile distinctive ale mediului de afaceri sugerează că existența ex-ante a unei arhitecturi corespunzătoare a mediului de afaceri poate contribui la implementarea *de facto* a IFRS-urilor, chiar dacă adoptarea IFRS-urilor este o măsură politică exogenă. Această ultimă conexiune necesită o analiză suplimentară.

#### BIBLIOGRAFIE

- Aharony, J., Barniv, R., și Falk, H. (2010), The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU, *European Accounting Review*, 19: 535-578.
- Bae, K.H., Goyal, V. (2003), Property Rights Protection and Bank Loan Pricing, Korea University, Working Paper
- Ball, R., Kothari, S., Robin, A. (2000), 'The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29(1): 1-51
- Ball, R., Robin, A., Wu, J. (2003), 'Incentives vs. standards: Properties of accounting numbers in four East Asian countries, and implications for acceptance of IAS', *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3): 235-270.
- Barna, F., Nachescu, M.L. (2014), 'Investors' Rights Protection on a Global Financial Market', *International Journal of Academic Research in*

- Business and Social Sciences*, October 2014, Vol. 4, No. 10: 64-80
6. Barth, M. E., W. R. Landsman, și Lang, M. (2008), International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, June 2008, Vol. 46, Issue 3, Pages 467–498.
  7. Bartov, E., Goldber, S., Kim, M. (2004), Comparative value relevance among German, US and International Accounting Standards: a German stock market perspective, New York University, Working paper, 2004.
  8. Beck, T., Levine, R., Loayza, N. (2000), 'Finance and the sources of growth', *Journal of Financial Economic*, 58: 261-300
  9. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2003a), 'Law, Endowments and Finance', *Journal of Financial Economics*, 70: 137–81.
  10. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2003b), 'Law and Finance. Why Does Legal Origin Matter?', *Journal of Comparative Economics*, 31: 653–75
  11. Ben Naceur, S., Ghazouani, S., Omran, M. (2007), 'The performance of newly privatized firms in selected MENA countries: The role of ownership structure, governance and liberalization policies', *International Review of Financial Analysis*, 16: 332–353
  12. Berkowitz, D., Pistor, K., Richard, J.F. (2003), 'Economic Development, Legality and the Transplant Effect', *European Economic Review*, 47(1): 165-195
  13. Bhattacharya, U., Daouk, H. (2002), 'The world price of insider trading', *Journal of Finance*, 57: 75-108
  14. Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003), 'The world price of earnings opacity', *The Accounting Review*, 78(3): 641–678
  15. Bishara, N. D. (2011), 'Governance and corruption constraints in the Middle East: Overcoming the business ethics glass ceiling', *American Business Law Journal*, 48(2): 227–283
  16. Black, B., Gilson, R. (1998), 'Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets', *Journal of Financial Economics*, 47: 243–277
  17. Burgstahler, D., Hail, L., Leuz, C. (2007), 'The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms', *The Accounting Review*, 81(5): 983–1016.
  18. Bushman, R. M., Piptroski, J. D., Smith, A. J. (2004), 'What determines corporate transparency?', *Journal of Accounting Research*, 42(2): 207–252
  19. Bushman, R. M., Smith, A. J. (2001), 'Financial accounting information and corporate governance', *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3): 273–333
  20. Claessens, S, Laeven, L., (2003), What drives bank competition? some international evidence, Policy Research Working Paper Series 3113, The World Bank, 2003
  21. Daske, H., Hail, L., Leuz, C., Verdi, R. (2008), 'Mandatory IFRS adoption around the world: Early evidence on the economic consequences', *Journal of Accounting Research*, 46(5): 1085–1142
  22. DeFond, M., Hung, M. (2004), 'Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover', *Journal of Accounting Research*, 42(2): 269–312
  23. Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (1998), 'Law, Finance and Firm Growth', *Journal of Finance*, 53:6: 559-588
  24. Ding, Y., Hope, O., Jeanjean, T., Stolowy, H. (2007), 'Differences between domestic accounting standards and IAS: measurement, determinants and implications', *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(1): 1–38.
  25. Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2003), 'The new comparative economics', *Journal of Comparative Economics*, 31(4): 595-619
  26. Djankov, S., La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008), 'The law and economics of self-dealing', *Journal of Financial Economics*, 88: 430–465
  27. Doidge, C., Karolyi, A., Stulz, R. (2007), 'Why do countries matter so much for corporate governance?', *Journal of Financial Economics*, 86: 1–39

28. Easterbrook, F., Fischel, D. (1991), *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press
29. Ewert, R., Wagenhofer, A. (2005), 'Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management', *The Accounting Review*, 80(4): 1101–1124
30. Faccio, M., Lang, L. (2002), 'The ultimate ownership of western European corporations', *Journal of Financial Economics*, v. 65: 365–395
31. Francis, G., Khurana, I., Pereira, R. (2001), Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World, *Social Science Research Network*
32. Greene, W. H. (2012), *Econometric Analysis*. 7th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall
33. Gutierrez, R. G., Carter, S., Drukker, D. M. (2001), 'On boundary-value likelihood-ratio tests', *Stata Technical Bulletin*, 60: 15–18
34. Hall, A. R. (2005), *Generalized Method of Moments*. Oxford: Oxford University Press
35. Hansen, L. P. (1982), 'Large sample properties of generalized method of moments estimators', *Econometrica*, 50:1029–1054
36. Houqe, M. N., van Zijl, T., Dunstan, K., Waresul Karim, A.K.M. (2012), 'The Effect of IFRS Adoption and Investor Protection on Earnings Quality Around the World', *The International Journal of Accounting*, 47: 333–355
37. Hayashi, F. (2000), *Econometrics*. Princeton, NJ: Princeton University Press
38. Hung, M. (2000), 'Accounting standards and value relevance of financial statement: An international analysis', *Journal of Accounting and Economics*, 30(3): 401–420
39. IFRS Foundation and the IASB (2014), <http://www.ifrs.org/use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx>, [Accessed 24.10.2014]
40. Jackson, T. H. (1985), 'The Fresh-Start Policy in Bankruptcy Law', *Harvard Law Review*, 98: 1393–144
41. Kho, B.C., Stulz, R. M., Warnock, F. E. (2009), 'Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias', *Journal of Accounting Research*, 47: 597–635
42. Klapper, L., Love, I. (2004), 'Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets', *Journal of Corporate Finance*, 10(5): 703–728
43. Kumbhakar, S. C., Lovell, C.A.K. (2000), *Stochastic Frontier Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997), 'Legal determinants of external finance', *Journal of Finance*, 52: 1113–1132
45. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998), 'Law and finance', *Journal of Political Economy*, 106: 1113–1155
46. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000), 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58: 3–27
47. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, Vishny, R. (2002), 'Investor protection and corporate valuation', *Journal of Finance*, 57: 1147–1170
48. Larson R.K., Street D.L. (2004), Convergence with IFRS in an expanding Europe: progress and obstacles identified by large accounting firms' survey, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 13: 89–119
49. Lee, Seung-Hyun, Peng, M.W., Barney, J.B. (2007), 'Bankruptcy Law and Entrepreneurship Development: A Real Options Perspective', *Academy of Management Review*, 32: 257–72
50. Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P.D. (2003), 'Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison', *Journal of Financial Economics*, 69, no. 3: 505–27
51. Leuz, C., Lins, K., Warnock, F. (2009), 'Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?', *Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, vol. 22(8): 3245–3285
52. Márquez-Ramos, L. (2008), 'The Effect of IFRS Adoption on Trade and Foreign Direct Investments', *International Trade and Finance Association Working Papers*, 19/2008
53. Morck, R., Yeung, B., Yu, W. (2000), 'The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?', *Journal of Financial Economics*, 58: 215–260

54. Modigliani, F., Perotti, E.C. (2000), Security versus Bank Finance: the Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules. FEEM Working Paper No. 37.99, February 2, 2000
55. Mueller, G.G., Germon, H. și Meek, G.K., (2007), *Accounting: An International Perspective*. Chicago: Richard D. Irwin, 4th edition.
56. Pagano, M. (1993), 'The floatation of companies and the stock market: A coordination failure model', *European Economic Review*, 37: 1101-1125
57. Penman, S. (2002), The quality of financial statements: perspectives from the recent stock market bubble, Columbia University, Working Paper, 2002
58. Ramanna, K., Sletten, E. (2009), Why do Countries Adopt International Financial Reporting Standards? Harvard Business School Accounting și Management Unit Working Paper, No. 09-102, March 24, 2009
59. Shleifer, A., Wolfenzon, D. (2002), 'Investor protection and equity markets', *Journal of Financial Economics*, 66(1): 3-27
60. Spamann, H. (2010), 'The anti directors rights index revisited', *Review of Financial Studies*, 23(2): 467-486
61. Stulz, R. (2005), The Limits of Financial Globalization, NBER Working Papers 11070, National Bureau of Economic Research, Inc
62. Sunder, S. (1997), *Theory of accounting and control*. Cincinnati, OH: South-Western Publishing
63. University of Ottawa, JuriGlobe-World Legal Systems. Alphabetical Index of the 192 United Nations Member States and Corresponding Legal Systems, (2014) <http://www.juriglobe.ca/eng/systemu/index-alpha.php>, [Accessed 1.12.2014]
64. Wenjie, W.J., Wayne, W.Y. (2014), 'The Information Content of Stock Prices, Legal Environments, and Accounting Standards: International Evidence', *European Accounting Review*
65. Whittington, G. (2005), The adoption of international accounting standards in the European Union, *European Accounting Review*, 14(1): 127-153.
66. Wooldridge, J. M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. 2nd ed. Cambridge, MA: MIT Press
67. World Bank (2014) World Development Indicators, <http://databank.worldbank.org/data/> [Accessed 02.11.2014]
68. \*\*\* Doing business (2014), <http://www.doingbusiness.org/rankings>, [Accessed 21.10.2014]