
Determinanții achizițiilor transfronta- liere: evidențe din România

Drd. George Marian AEVOAE,

*autor corespondent, Universitatea "Alexandru Ioan
Cuza" din Iași, România, e-mail: aevoae@gmail.com*

*Prof. univ. dr. Iuliana Eugenia GEORGESCU,
Universitatea "Alexandru Ioan Cuza" din Iași, România*

Rezumat

Achizițiile și fuziunile transfrontaliere (F&A) reprezintă strategii puternice de creștere externă, utilizate de companii deținătoare de resurse financiare aflate în căutare de companii țintă care le îndeplinesc anumite nevoi specifice. Caracteristicile companiei țintă și ale mediului în care ele activează compun determinanții care conduc la F&A, fie domestice, fie transfrontaliere, capabile să genereze sinergie și câștiguri de eficiență investitorilor companiilor implicate. Considerând un eșantion de 60 de achiziții care au implicat cel puțin o companie românească, aflată în poziția de achizitor sau companie țintă, autorii au în vedere situațiile financiare ale ambelor companii ca predictor pentru procentul din capitalul societății țintă ce urmează a fi cumpărat de companii achizițoare. De asemenea, se iau în considerare nivelul de relaționare dintre activitățile celor două companii și reglementările contabile ale companiei țintă drept factori cu influențe semnificative în această alegere. Rezultatele cercetării vor arăta că prețul plătit, productivitatea și legătura dintre obiectele de activitate ale celor două companii influențează în mod semnificativ procentul cumpărat din compania țintă, dar reglementările contabile aplicate sunt cele care conduc la o creștere semnificativă a capacității de predicție a modelului propus.

Cuvinte-cheie: achiziții transfrontaliere, preț plătit în achiziție, gradul de înrudire, companii țintă, productivitate

Clasificare JEL: F63, G34, M16

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Aevoae, G.M., Georgescu, I. E. (2019), The Determinants of Cross-Border Acquisitions: Evidence from Romania, *Audit Financiar*, vol. XVII, no. 2(154)/2019, pp. 327-338, DOI: 10.20869/AUDITF/2019/154/014

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2019/154/014>

Data primirii articolului: 23.03.2019

Data revizuirii: 26.03.2019

Data acceptării: 1.04.2019

1. Introducere

În ciuda riscului și a posibilității de eșec, perspectiva creșterii profitabilității și a cotei de piață prin strategii de afaceri de tipul achizițiilor și fuziunilor (F&A) ocupă în continuare un loc privilegiat între modalitățile de creștere externă ale entităților (Cartwright and Cooper, 1993). În cadrul reorganizării afacerilor prin F&A, selectarea companiei țintă se bazează pe succes și promite câștiguri financiare și strategice, dar este posibilă apariția unui eșec din cauza faptului că, în unele cazuri, cultura celor implicați este incompatibilă. Cea mai comună situație este cea a F&A transfrontaliere. În acest caz specific, când companiile achizițoare depășesc granițele țărilor lor de rezidență, în căutarea de companii țintă, motivele pentru care aleg o anumită companie sunt multiple, dar la fel sunt și motivele care conduc la eșecul combinării.

Aflați în acțiunea de identificare a companiei ce urmează a fi achiziționată/absorbită, managerii trebuie să ia în calcul două perspective: una legată de informațiile financiare raportate de entitatea dorită și alta referitoare la cultura organizațională a celor două companii și compatibilitatea capitalului uman. Ca rezultat, sinergiile economice și financiare, precum și câștigurile de eficiență din operațiuni de tipul F&A (Rozen-Bakher, 2018) sunt corelate cu sinergiile psihologice. În cazul F&A transfrontaliere, alegerea unei anumite companii țintă trebuie să țină cont, de asemenea, de condițiile macroeconomice ale țării de rezidență, cum ar fi inflația (Evenett, 2003), produsul intern brut (Uddin and Boateng, 2011; Ali-Yrkkö, 2002), stabilitatea financiară, fiscală și economică (Aevoae *et al.*, 2018; Kiyamaz, 2004), dar și de factorii ce țin de domeniul de activitate, cum este cazul costului capitalului, legislația locală și piața de desfacere pentru un anumit produs. Alți autori, cum este cazul lui Boateng *et al.* (2014), consideră că, în cazul F&A transfrontaliere, condițiile macroeconomice din țara de rezidență a entității achizițoare au un impact puternic în decizia de a investi prin astfel de strategii.

2. Revizuirea literaturii de specialitate

Principalele motive care determină două companii să recurgă la strategii de creștere externă, de tipul F&A, constau în faptul că, în faza pre-concentrare, cele două companii implicate își analizează aspectele financiare, de producție, de mediu și cele legate de angajați și ajung la concluzia că împreună sunt mai eficiente decât dacă ar lucra separat. Aceste estimări pozitive iau forma unor câștiguri de sinergie. De exemplu, costurile de contractare pot fi mai mici intra-firme decât în cazul altor companii, creând eficiențe în producție. De asemenea, F&A pot conduce la reducerea obligațiilor fiscale combinate ale celor două firme implicate deoarece firma rezultată în urma achiziției poate să utilizeze avantajele fiscale pe care cealaltă companie le posedă, dar nu le poate utiliza. În cele din urmă, considerațiile teoriei agenției pot conduce managerii să facă achiziții care conduc la scăderea de valoare, dar care, totuși, vor crește utilitățile individuale ale managerilor.

2.1. Determinanții macroeconomici ai F&A la nivel național și internațional

Liberalizarea piețelor financiare și de capital naționale, coroborată cu progresele rapide ale tehnologiei informației și expansiunea economiilor naționale, au stimulat creșterea numărului F&A transfrontaliere (Uddin și Boateng, 2011). Având în vedere faptul că acestea implică cel puțin două societăți situate în economii diferite, se poate presupune că atât țara de origine, cât și țara gazdă, prin condițiile economice specifice, influențează acest tip de tranzacții internaționale. Astfel, alegerea companiei țintă este rezultatul influenței unui număr de factori, care acționează atât la nivel macroeconomic (care țin de condițiile țărilor gazdă), cât și la nivel microeconomic (informațiile financiare și nefinanciare care caracterizează compania țintă).

Potrivit Institutului de Fuziuni, Achiziții și Alianțe (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances – IMAA, 2019), numărul și valoarea F&A la nivel internațional a crescut exponențial, începând cu anul 1988, așa cum se poate observa și în **Tabelul nr. 1**.

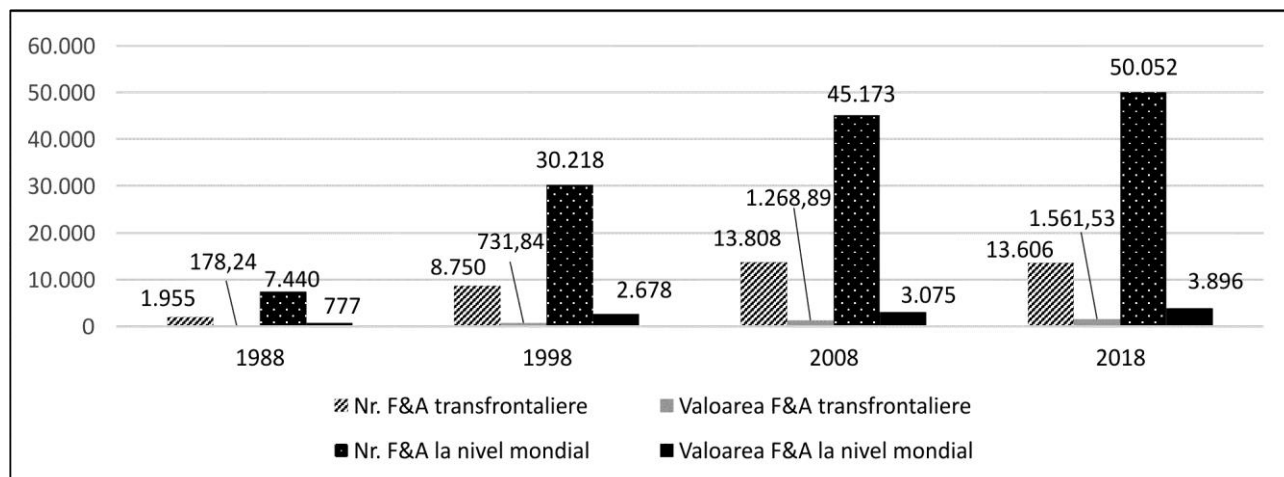
Tabelul nr. 1. Numărul și valoarea F&A transfrontaliere și la nivel mondial

Indicatori	U.M.	1988	1998	2008	2018
Nr. F&A transfrontaliere	Număr	1.955	8.750	13.808	13.606
Valoarea F&A transfrontaliere	Mil. EUR	178,24	731,84	1.268,89	1.561,53
Nr. F&A la nivel mondial	Număr	7.440	30.218	45.173	50.052
Valoarea F&A la nivel mondial	Bil. EUR	777	2.678	3.075	3.896
% (nr. F&ATF/nr. F&A lume)	%	26,28%	28,96%	30,67%	27,18%
% (val. F&ATF/val. F&A lume)	%	22,94%	27,33%	41,26%	40,08%

Sursa: Reprezentarea autorilor, conform IMAA (2019)

Datele din Tabelul nr. 1 sunt reprezentate grafic în Figura nr. 1.

Figura nr. 1. Numărul și valoarea F&A transfrontaliere și la nivel mondial



Sursa: Reprezentarea autorilor, conform IMAA (2019)

Această evoluție poate fi explicată prin dinamica pe care a înregistrat-o comerțul internațional în perioada analizată. Consolidările industriilor și regiunilor au contribuit, de asemenea, la creșterea numărului și a valorii totale a F&A la nivel mondial.

Atunci când se analizează factorii macroeconomici determinanți ai fuziunilor și achizițiilor ar trebui luate în considerare trei perspective: condițiile macroeconomice ale companiei achizițoare, ale entității țintă (în cazul F&A transfrontaliere) și climatul economic, care conduce la o creștere sau la o scădere a volumului și numărului F&A domestice, ca rezultat al unui context economic specific.

Potrivit lui Boateng *et al.* (2014), factorii macroeconomici ai țării de origine, și anume ratele dobânzilor și ratele

inflației, au un rol important, având influență negativă asupra numărului și valorii F&A transfrontaliere. Pe de altă parte, PIB-ul, politica monetară, prețurile acțiunilor și cursul de schimb efectiv exercită o influență pozitivă și semnificativă în explicarea fluxurilor de investiții reprezentând F&A transfrontaliere, prin crearea de avantaje competitive pentru cumpărători. Kalotay și Sulstarova (2010) analizează condițiile macroeconomice ale țării de origine într-o F&A (țara achizitorului), luând în considerare exemplul Federației Ruse. Autorii trag concluzia că PIB-ul și climatul politic au o influență pozitivă asupra volumului investițiilor străine directe (ISD) și, implicit, asupra F&A transfrontaliere (ca principală componentă a ISD) (UNCTAD, 2000). În cazul în care condițiile macroeconomice ale țărilor de origine

sunt favorabile tranzacțiilor de tipul F&A, condițiile din țările gazdă sunt mai mult legate de productivitatea muncii angajaților entității nou formate și de modul în care țara de rezidență a companiei vizate ar putea influența pozitiv concentrarea: dimensiunea nișei de piață, resursele naturale ale acestora, luându-se în calcul și distanța geografică dintre companiile implicate.

Vasconcellos și Kish (1998) împart condițiile macroeconomice ale țării de origine în condiții favorabile și condiții nefavorabile. Condițiile ciclice favorabile din țara de origine facilitează F&A transfrontaliere ca un mijloc de creștere a cererii și a nivelurilor de diversificare a producției. Pe de altă parte, condițiile economice nefavorabile, precum criza, recesiunea sau constrângerile de pe piața de capital, pot determina întreprinderile prospective să se concentreze asupra F&A domestice, amânând orice mișcări strategice internaționale. În ceea ce privește F&A interne, Kiyamaz (2004) aduce în atenție influența condițiilor macroeconomice asupra acestor tranzacții naționale, cum ar fi schimbările în politica guvernamentală și reglementările specifice. La acestea se adaugă climatul economic favorabil restructurării, creșterea nivelului general al integrării economice și existența unor piețe financiare puternice în care activitățile de tip F&A pot fi finanțate. Trebuie să ținem cont de faptul că societățile implicate în tranzacții strategice trebuie să aleagă între F&A încheiate pe piața internă și cele de tip transfrontalier, fiecare cu propriile sale avantaje, dezavantaje și factori determinanți.

2.2. F&A transfrontaliere și factorii lor de influență

Perspectivile internaționale privind F&A sunt multiple. Pornind de la opiniile lui Simizu *et al.* (2004), care consideră că motivele companiilor de a se implica în astfel de tranzacții sunt legate de piață, cultură și crearea de valoare, pot fi identificați următorii factori determinanți ai F&A transfrontaliere:

a) *F&A transfrontaliere – o modalitate de intrare pe o piață străină.* Dezvoltarea tehnologică și globalizarea au contribuit în mare măsură la popularitatea F&A domestice și transfrontaliere. Fuziunile pot crea puterea de piață, deoarece este legal ca firmele combinate post-fuziune să perceapă prețuri care maximizează profitul, dar nu și pentru firme să se coalizeze în perioada pre-

concentrare în acest scop (Simizu *et al.*, 2004). În aceeași notă, Kalotay și Sulstarova (2010) apreciază că dimensiunea pieței țării gazdă este un factor foarte important în alegerea unei companii țintă. Pe măsură ce mărimea pieței crește, apar și oportunitățile pentru utilizarea eficientă a resurselor și exploatarea economiilor de scară prin intermediul ISD (UNCTAD, 1998). Există și opinii conform cărora F&A transfrontaliere se referă la fluxurile cunoscute sub numele de ISD. Conform lui Erel *et al.* (2012), ISD includ F&A transfrontaliere la care se adaugă și alte investiții noi într-o anumită țară (inclusiv investițiile "greenfield"), precum și câștigurile încasate de filiale străine și împrumuturile acordate de societățile-mamă filialelor lor străine.

b) *F&A transfrontaliere – un proces dinamic de învățare a unei culturi străine.* Pelto (2017) pune o problemă inedită în procesul de creare a valorii adăugate pentru investitori: cea a **încrăderii**. În procesul de anunțare a unei fuziuni sau achiziții, anunțul creează, pentru membrii organizațiilor indirect implicați, un val de neîncredere, zvonuri și lipsă de predictibilitate (Stahl *et al.*, 2012; Hurley, 2006). La acestea se adaugă diferențele culturale, care pot fi atât internaționale (în cazul concentrărilor transfrontaliere), cât și naționale (în cazul în care persoanele sunt din zone diferite). În cel de-al doilea caz, chiar și simpla integrare a capitalului uman din două sau mai multe companii cu culturi organizaționale diferite anterior fuziunii/achiziții poate crea un sentiment de neîncredere. Practic, un climat caracterizat de diferențe de valori, obiective sau credințe privind bunele practici conduce la o diminuare implicită a potențialului sinergic pe care combinarea ar fi putut să îl genereze (Dauber, 2012; Stahl și Voigt, 2005).

Potrivit lui Kavanagh și Ashkanasy (2006), succesul oricărei concentrări de afaceri se bazează pe percepțiile individuale referitoare la modul în care sunt tratate procesul și cultura organizațională, mai ales în cazul capitalului uman din compania țintă. Comunicarea și procesul transparent de schimbare sunt importante, pentru ca sinergiile psihologice să apară între angajați dintre cele două companii.

c) *F&A transfrontaliere – o strategie creatoare de valoare.* Cum putem măsura succesul unei F&A?

În literatură, regăsim două abordări distincte:

- *abordarea clasică din perspectivă financiară:* valoarea post-fuziune a entității rezultate depășește suma dintre valoarea plătită pentru societatea țintă și valoarea entității absorbante dinaintea fuziunii/achiziției;
- *abordarea din perspectiva piețelor financiare:* valoarea firmei rezultate din concentrare depășește suma valorilor celor două entități dinainte de a fuziona.

Diferența dintre cele două abordări poate fi considerabilă, pentru că, în multe cazuri, prețul plătit de o entitate achizitoare pentru societatea țintă depășește valoarea acesteia (fie că este vorba de valoarea netă contabilă sau de valoarea de piață, în funcție de metoda de evaluare aleasă). Diferența este prima plătită acționarilor/asociaților societății achiziționate, iar dimensiunea acesteia este o primă reprezentare a sinergiilor așteptate, fiind direct proporțională cu acestea. Cu cât prima plătită este mai mare, cu atât entitatea achizitoare se așteaptă să obțină sinergii de exploatare și financiare semnificative în urma concentrării. Moeller, Schlingemann și Stulz (2004) au realizat un studiu pe 12.023 de achiziții, în urma cărora a reieșit că entitățile achizitoare sunt dispuse să plătească, pentru fiecare acțiune, un preț mai mare cu 40-60% față de cursul bursier. Astfel, dacă redefinim prețul plătit pentru entitatea țintă drept suma dintre valoarea societății și prima plătită, atunci o fuziune sau o achiziție reușită este reflectată în câștigul net al societății achizitoare/absorbante, reprezentând diferența pozitivă dintre valoarea netă prezentă a sinergiei și valoarea primei plătite inițial acționarilor/asociaților societății țintă (Canina *et al.*, 2010).

Managerii companiei achizitoare folosesc sinergia ca motivație rațională pentru a justifica tranzacția și prima de fuziune plătită pentru aceasta (Ficery *et al.*, 2007). De fapt, ele se referă adesea la viitoarele fluxuri de numerar preconizate. În alte cazuri, sinergiile așteptate nu se reflectă în forma monetară, ci sunt descrise ca beneficii intangibile, cum ar fi accesul la piețe noi, aptitudinile capitalului uman sau chiar construirea unei culturi organizaționale care să permită integrarea și motivația tuturor angajaților (Vasilaki *et al.*, 2016; Aguilera și Dencker, 2007; Kiessling și Harvey, 2007), în special în cazul F&A transfrontaliere. În acest caz, deși managerii companiilor implicate trebuie să fie motivați de astfel de beneficii, este important să înțeleagă că aceste beneficii intangibile nu pot fi incluse în calcularea sinergiei decât dacă acestea sunt măsurabile.

3. Dezvoltarea ipotezelor de lucru

Studiul nostru își propune să testeze și să valideze următoarele ipoteze de lucru:

H₁: Decizia unei companii achizitoare de a cumpăra o anumită cotă de capital într-o companie țintă este influențată de gradul de relaționare dintre activitățile companiilor implicate, rata productivității muncii și valoarea tranzacției.

Conceptul de grad de înrudire/relaționare (*engl.* relatedness) este foarte discutat în literatura din domeniul F&A, fiind asociat atât cu activele implicate, cât și cu activitățile economice principale ale companiilor. Hagerdoorn și Duysters (2010) clasifică F&A în termeni de relaționare: ei consideră că F&A orizontale/verticale se fac între societăți cu un anumit grad de relaționare, în timp ce F&A de tip conglomerat se încheie între societăți ale căror obiecte de activitate nu au nicio legătură. Având în vedere o perspectivă mai analitică, conceptul de relaționare a activităților din industrie, așa cum susțin Cefis și Rigamonti (2013), nu are loc la întâmplare. Acesta este, de fapt, unul dintre aspectele principale pe care o companie achizitoare trebuie să le ia în considerare înainte de a participa într-o F&A. Potrivit lui Fan și Lang (2000), două afaceri pot fi clasificate ca nerelaționate dacă nu au aceleași coduri CAEN (primele două, trei sau patru cifre ale clasificării naționale a activităților economice) și viceversa. Pornind de la ultima abordare, achizițiile din eșantionul nostru vor fi clasificate în F&A relaționate/nerelaționate. Productivitatea este, de asemenea, o preocupare atât a practicienilor, cât și a cercetătorilor, având în vedere că unul dintre modurile în care se calculează succesul unei F&A este prin câștigurile de eficiență, cum ar fi creșterea veniturilor sau economiile de costuri (Devos *et al.*, 2009, Rozen-Bakher, 2018).

H₂: Decizia companiei achizitoare de a achiziționa o anumită cotă de capital într-o companie țintă este influențată de gradul de relaționare dintre activitățile companiilor implicate, rata productivității muncii, valoarea tranzacției și reglementările contabile aplicate de compania țintă în anul F&A.

În acest caz, intenționăm să testăm și să validăm ipoteza conform căreia, în F&A, un alt aspect de importanță majoră atunci când analizăm alegerea

cumpărătorului pentru o companie țintă, cota de capital achiziționată este puternic influențată de practicile contabile ale companiei țintă. Achizitorii sunt interesați dacă raportarea financiară este conformă cu IFRS sau cu reglementările naționale. Nelson-Espeland și Hirsch (1990) justifică, în cercetările lor, faptul că, începând cu anii 1960, sistemul contabil al societăților implicate este cel care legitimează formele și practicile noii companii. Mai mult, proliferarea F&A de tip conglomerat/nerelaționate a adus în atenție faptul că, în multe cazuri, cumpărătorii au în vedere o companie țintă, bazându-se mai degrabă pe capacitățile sale financiare decât pe cele productive. Pe baza acestei idei, lucrarea analizează influența practicii contabile, ca variabilă de control, asupra F&A transfrontaliere, grupate ca relaționate și nerelaționate.

4. Metodologia cercetării

Pentru a testa și a valida ipotezele de cercetare propuse, studiul analizează datele empirice referitoare la 60 de F&A transfrontaliere relaționate/nerelaționate care au avut loc în perioada 2010-2017, pornind de la premisa că studiul include tranzacțiile care cuprind doar o companie achizitoare și una țintă, unde una dintre ele este localizată în România. Pentru a valida ipotezele de

cercetare propuse, vom folosi regresia liniară, ANOVA și analiza încrucișată.

4.1. Populația țintă și eșantionul analizat

Pentru a confirma ipotezele de cercetare, datele privind fuziunile și achizițiile transfrontaliere au fost colectate din două baze de date, pentru perioada 2010-2017. Informațiile privind tranzacțiile reprezentând F&A au fost colectate din baza de date Zephyr (țara companiei țintă, țara companiei achizitoare, valoarea tranzacției, codul primar al NACE Rev.2 pentru ambele companii vizate și a celei care achiziționează); informațiile financiare au fost colectate din baza de date Orbis (capitaluri proprii, venituri din exploatare, număr de angajați, practici contabile ale companiei țintă).

4.2. Modele propuse spre analiză și sursa datelor

Studiul nostru analizează o serie de factori care influențează cota din capital achiziționată de o companie achizitoare în compania țintă, considerând doar achizițiile în care o companie din România este implicată, fie în postura de achizitor, fie de companie țintă, pentru perioada 2010-2017.

Variabilele propuse sunt prezentate în **Tabelul nr. 2**.

Tabelul nr. 2. Variabilele propuse spre analiză

Simbol	Reprezentare	Descriere	Explicație
Cota de capital (S)	%	Variabila dependentă	Cota de capital reprezintă procentajul achiziționat în compania țintă.
Rata productivității muncii (Prod_r)	$\frac{Revenues_acq_{t-1}}{Employees_acq_{t-1}} / \frac{Revenues_target_{t-1}}{Employees_target_{t-1}}$	Variabilă independentă/numerică	Rata productivității este calculată ținând seamă de veniturile operaționale pe angajat pentru firma achizitoare și pentru firma țintă, raportate pentru anul anterior F&A.
Valoarea tranzacției (Dv)	Deal value	Variabilă independentă/numerică	Prețul plătit de achizitor acționarilor societății țintă.
Gradul de relaționare (R_unr)	1. F&A relaționate 2. F&A nerelaționate	Variabilă independentă/nominală	Gradul de relaționare ia în considerare primele două cifre ale codurilor primare NACE Rev.2 pentru firma țintă și achizitoare.
Reglementările contabile (AccP)	1. Reglementări naționale 2. IFRS	Variabilă independentă/nominală	Reglementările contabile ale firmei țintă pentru anul în care a avut loc achiziția.

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor

„Cota de capital” (S) este *variabila dependentă* a modelului de regresie liniară și reprezintă cota achiziționată de cumpărător în compania țintă. Astfel, această variabilă reprezintă un procent din acțiunile

companiei țintă, iar intervalul său variază între 0,001% (acțiuni în entități controlate în comun) și 100% (achiziționarea unui pachet de acțiuni care oferă posesorului control).

Variabila independentă „Valoarea tranzacției” (Dv) reflectă prețul plătit de cumpărător, acționarilor companiei-țintă.

Pentru prima ipoteză, modelul ia în considerare factorii Rata productivității muncii ($Prod_r$), Valoarea tranzacției (Dv) și Gradul de relaționare (R_unr), ca *predictori*. Deoarece intenționăm să vedem dacă legătura dintre activitățile de bază ale celor două companii are o influență semnificativă în estimarea cotei de capital achiziționate în compania țintă, considerăm modelul în două etape, așa cum se poate vedea în Ec. (1).

$$\ln(S_t) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(Prod_{r_{t-1}}) + \beta_2 \cdot \ln(Dv_t) + \beta_3 \cdot R_{unr} + \varepsilon \quad (1)$$

S_t – cota de capital achiziționată în anul t (anul achiziției);

$Prod_{r_{t-1}}$ – rata productivității în anul $t-1$ (pre-achiziție);

Dv_t – valoarea tranzacției plătite în anul t ;

β_1, β_2 și β_3 – reprezintă parametrii modelului, iar valorile estimate arată existența unei influențe semnificative a informațiilor financiare și ale gradului de relaționare asupra cotei de capital achiziționate în societatea țintă, într-o direcție pozitivă sau negativă, în funcție de semnul estimării celor trei parametri în modelul de regresie.

De asemenea, pentru a estima influența gradului de relaționare dintre activitățile celor două companii (achizițoare și achiziționată), precum și interacțiunile dintre acestea și informația financiară (valoarea tranzacției și rata productivității), studiul propune următorul model de analiză:

$$\ln(S_t) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(Prod_{r_{t-1}}) + \beta_2 \cdot \ln(Dv_t) + \beta_3 \cdot R_{unr} + \beta_4 \cdot \ln(Prod_{r_{t-1}}) \cdot R_{unr} + \beta_5 \cdot \ln(Dv_t) \cdot R_{unr} + \varepsilon \quad (2)$$

Pentru ipoteza următoare, luăm în considerare reglementările contabile aplicate de compania țintă drept variabilă de control (firma țintă aplică reglementările locale sau IFRS), ceea ce ne va ajuta să testăm și să validăm ipoteza conform căreia aceste reglementări influențează puternic decizia cumpărătorului în a achiziționa o anumită cotă de capital, așa cum se poate observa în Ec. (3):

$$\ln(S_t) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(Prod_{r_{t-1}}) + \beta_2 \cdot \ln(Dv_t) + \varepsilon \quad (3)$$

$$+ \beta_3 \cdot R_{unr} + \beta_4 \cdot \ln(Prod_{r_{t-1}}) \cdot R_{unr} + \beta_5 \cdot \ln(Dv_t) \cdot R_{unr} + \beta_6 \cdot AccP + \varepsilon$$

Metoda utilizată este regresia liniară ierarhică (HLR), deoarece este o modalitate de a arăta dacă variabilele alese de noi explică o variație semnificativă din punct de vedere statistic a variabilei dependente (după luarea în considerare a tuturor celorlalte variabile). De asemenea, studiul include factorul de inflație a varianței (VIF), pentru a identifica problemele de multicolaritate. VIF și toleranța sunt măsuri utilizate pe scară largă pentru gradul de multicolaritate a variabilei independente i cu celelalte variabile independente într-un model de regresie (O'Brien, 2007) și are trei praguri acceptate: dacă VIF este mai mare de 3, probabilitatea existenței multicolarității crește; atunci când VIF este mai mare de 5, este foarte probabil să existe multicolaritate; și dacă VIF este mai mare de 10, multicolaritatea există sigur.

5. Rezultate și discuții privind influența unor determinanți specifici ai cotei de capital achiziționate într-o societate țintă

Studiul va prezenta o serie de statistici descriptive pentru variabilele analizate (pe total și pe categorii considerate în analiză), inclusiv ANOVA pentru cota de capital, ținând cont de reglementările contabile aplicate de compania țintă și relația dintre activitățile companiilor, valorile coeficienților de corelație Pearson, valorile testului Kolmogorov-Smirnov și estimările parametrilor modelelor de regresie propuse. Rezultatele ANOVA, prezentate în **Tabelul nr. 3**, arată o diferență semnificativă între mediile cotelor de capital achiziționate în companiile țintă, luând în considerare două grupuri de tranzacții: care au implicat societăți relaționate/herelaționate și tranzacții în care societatea țintă aplică reglementările locale sau referențialul internațional (IFRS).

Tabelul nr. 3. Reprezentarea ANOVA pentru cota de capital achiziționată (%)

Grup	Cota de capital (%)	Gradele de libertate	Media pătrată	F	Sig.
Relaționate/Nerelaționate F&A	Între grupuri	1	9200.623	8.455	.005
	În cadrul grupurilor	58	1088.251		
Reglementările contabile ale firmei țintă	Între grupuri	1	29061.728	38.966	.000
	În cadrul grupurilor	58	745.819		
Total		59			

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, prin utilizarea SPSS 25.0.

Pentru corelația dintre activitățile principale ale companiilor implicate (relaționate/nerelaționate), gradul de semnificație este subliniat de testul F ($F(1,58) = 8.455$) și de coeficientul de semnificație de 0,005 ($p < 0.01$). Tot în **Tabelul nr. 3**, prezentăm

rezultatele ANOVA pentru mediile cotei de capital achiziționate, grupate după reglementările contabile ale țintei (Reglementări naționale și IFRS), care, de asemenea, sunt semnificative ($F(1,58) = 38,966$, $p < 0,01$).

Tabelul nr. 4. Rezultatele analizei ANOVA pentru gradul de relaționare și reglementările contabile

	Variabile	N	Media	Deviația Standard	Teste de robustețe de egalitate a mediilor
					Welch & Brown-Forsythe
Gradul de relaționare	Nerelaționate	27	65.46	41.877	rata-F = 7.598, df2 = 38.918, sig. = 0.009
	Relaționate	33	90.35	23.401	
Reglementările contabile	Reglementări naționale	46	91.29	21.496	rata-F = 20.286, df2 = 15.173, sig. = 0.000
	IFRS	14	39.26	41.569	
Total		60	79.15	35.011	

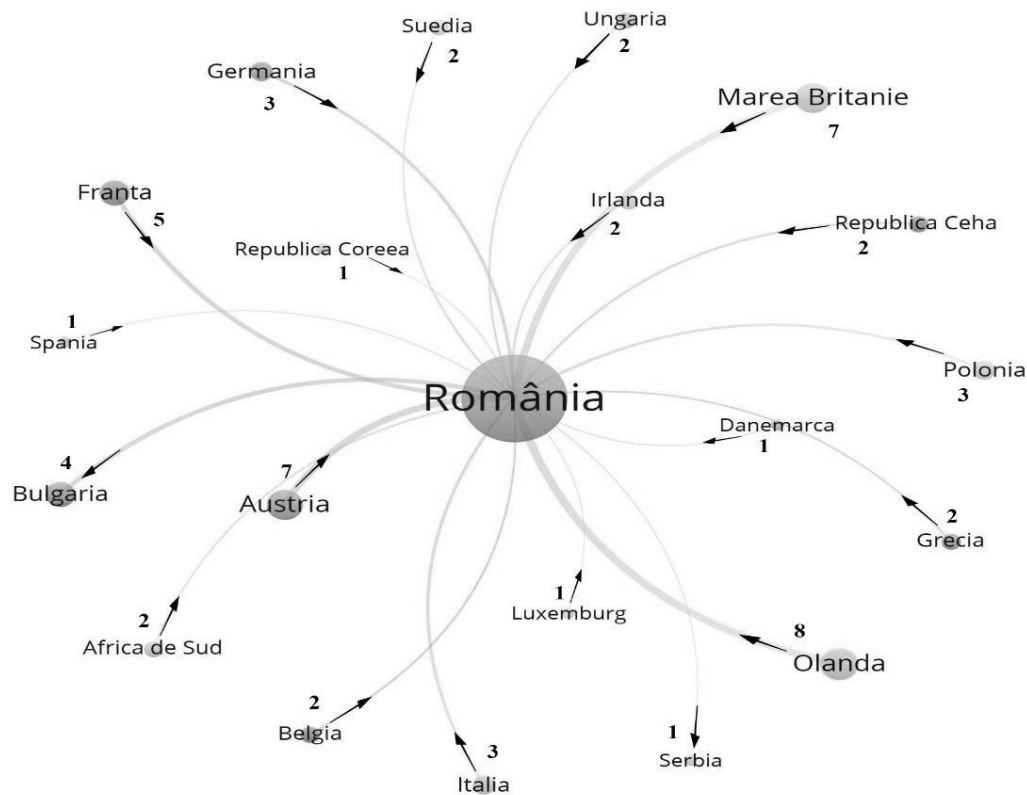
Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, utilizarea SPSS 25.0.

După cum se poate observa în **Tabelul nr. 4**, deși numărul tranzacțiilor dintre companiile nerelaționate este apropiat de cel al tranzacțiilor relaționate (27 și, respectiv, 33 de tranzacții), cota de capital achiziționată în entitățile țintă este mult mai mare decât cea achiziționată în F&A de tip conglomerat. Având în vedere opinia conform căreia motivele financiare se desfășoară mai degrabă pe conglomerate decât pe productivitate (Nelson-Espeland și Hirsch, 1990), cumpărătorii achiziționează o participație care ar putea aduce beneficii economice, dar nu consideră neapărat achiziționarea societății ca un întreg. De asemenea, media cotei de capital achiziționate în companii țintă care aplică reglementări naționale

(91,29%) este considerabil mai mare decât cota de capital achiziționată în companii care aplică IFRS (39,26%). Aceasta înseamnă că entitățile achiziționate cumpără companii locale de a căror activitate economică sunt interesați și nu participă la societăți cotate la bursă. Testele Welch și Brown-Forsythe sunt folosite pentru a testa o diferență semnificativă între medii, când testul egalității varianței are drept rezultat respingerea ipotezei nule. În cazul nostru, cele două teste sunt semnificative pentru ambele ANOVA ($p < 0,01$).

Reprezentarea geografică a celor 60 de F&A transfrontaliere este prezentată în **Figura nr. 2**.

Figura nr. 2. F&A transfrontaliere în care este implicată o companie din România, 2010-2017



Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, prin utilizarea VOS Viewer 1.6.9

După cum se observă în **Figura nr. 2**, cele mai multe tranzacții au avut loc între societăți din România (ca entități țintă) și entități achizitoare localizate în Olanda (8 companii), Austria și Marea Britanie (7 companii) și Franța (5 societăți). Se remarcă faptul că societățile românești achiziționează foarte puține companii din străinătate (4 în Bulgaria și una în Serbia), ceea ce ne oferă o imagine de ansamblu asupra tranzacțiilor de

F&A transfrontaliere în care au fost implicate societăți românești: 55 tranzacții în care companiile din România au fost entități țintă și 5 tranzacții unde au participat entități achizitoare din România (cu o valoare totală de tranzacționare de 11.445,46 mii euro).

Coefficienții de corelație, estimați pentru variabilele numerice incluse în estimarea cotei de capital achiziționate, sunt prezentate în **Tabelul nr. 5**.

Tabelul nr. 5. Coeficienții de corelație Pearson

Variabile	Cota de capital (%)	Rata productivității	Valoarea tranzacției
Cota de capital (%)	1	.081	.156
		(.541)	(.233)
Rata productivității muncii (Prod_r)		1	-.040
			(.759)
Valoarea tranzacției (Dv)			1

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, prin utilizarea SPSS 25.0.

Coefficienții Pearson arată că între predictorii numerici selectați nu am identificat o corelație de un nivel semnificativ. În acest sens, se impune realizarea de teste suplimentare, prin urmare vom folosi testul Kolmogorov-Smirnov (K-S) pentru a verifica diferențele dintre formele generale ale distribuțiilor din eșantionul nostru (Massey Jr., 1951). Rezultatul testului K-S arată o valoare p foarte redusă ($p = .000$), ceea ce înseamnă că există diferențe substanțiale în ceea ce privește forma, răspândirea sau mediana variabilelor numerice (valoarea tranzacției, rata productivității și cota de capital). Aceasta ar putea fi explicată prin numărul mic de tranzacții din eșantion. Ca rezultat, decidem să

folosim, în acest sens, logaritmul natural (\ln). Folosim transformarea logaritmică a valorii tranzacției, cota de capital și rata productivității pentru a obține o distribuție cât mai aproape de distribuția normală a variabilelor. Conform celui de-al doilea test Kolmogorov-Smirnov, logaritmul natural a îmbunătățit valoarea p (pentru valoarea tranzacției, $p = .200$; pentru rata productivității, $p = .005$; cota de capital, $p = .000$).

Odată ce valorile coeficienților de corelație au fost estimate, pentru a studia cauzalitatea, **Tabelul nr. 6** prezintă estimările parametrilor celor trei modele de regresie propuse pentru testare și validare.

Tabelul nr. 6. Estimările parametrilor modelelor de regresie propuse pentru analiză

Variabile	Model (1)		Model (2)		Model (3)	
	Coef .	t	Coef .	t	Coef .	t
Constanta	2.577***	3.669	.653	.593	3.378***	3.162
Ln(Dv)	.112	1.512	.303**	2.472	.219**	2.122
Ln(Prod_r)	.097	1.550	.281***	2.998	.250***	3.202
R_unr	.878**	2.390	3.579***	2.673	2.676**	2.378
Ln(Dv) R_unr	-	-	-.288*	-1.951	-.181	-1.456
Ln(Prod_r) R_unr	-	-	-.308**	-2.571	-.269***	-2.706
AccP	-	-	-	-	-1.666***	-4.914
Nr. de observații	60		60		60	
R-square	.143		.293		.523	
F-value	F(3,56) = 2.945		F(5,54) = 4.230		F(6,53) = 9.149	
p-value	.041		.003		.000	
Testul de multicolaritate	$\tau_1 = .857, VIF = 1.132$				$\tau_1 = .477, VIF = 1.005$	

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, prin utilizarea SPSS 25.0. Variabila dependentă $\ln(St)$. Nivel de semnificație: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Pe baza datelor din **Tabelul nr. 6**, faptul că cele două companii au obiectele de activitate relaționate, influențează pozitiv și semnificativ cota de capital achiziționată în compania țintă, în comparație cu situația în care achiziția se face între societăți care nu sunt relaționate (F&A de tip conglomerat). Având în vedere modelul prezentat în Ec. (2), am studiat și interacțiunea dintre valoarea tranzacției și faptul că ambele companii au obiectele de activitate relaționate și, de asemenea, între rata productivității și relația dintre companiile implicate (achiziție orizontală sau verticală). În acest caz, atât valoarea tranzacției, cât și rata productivității au o influență pozitivă și semnificativă asupra cotei de capital achiziționate în compania țintă, alături de faptul că societățile au legătură, ceea ce este în concordanță cu modelul anterior. În același timp, rata productivității a unei companii achiziționate într-o F&A orizontală sau verticală are o influență negativă asupra

cotei de capital. Continuând demersul din modelul anterior, valoarea tranzacției și productivitatea companiilor au o influență semnificativă negativă asupra cotei de capital. În plus, variabilele combinate au determinat creșterea R^2 , care reflectă capacitatea modelului de a prezice varianța variabilei dependente (cota de capital), de la 14,3% la 29,3%. Adăugarea în model a reglementărilor contabile aplicate de societatea achiziționată a sporit predictibilitatea modelului cu 23%, iar faptul că societatea-țintă aplică IFRS, ca sistem de raportare, mărește cota achiziționată de cumpărător.

Pentru a continua studiarea cauzalității între variabilele noastre, **Tabelul nr. 7** prezintă estimările parametrilor pentru cel de-al treilea model de regresie propus, luând în considerare reglementările contabile ale companiei țintă drept variabilă de control (Reglementări naționale și IFRS).

Tabelul nr. 7. Estimările parametrilor celui de-al doilea model de regresie – reglementările contabile (variabilă de control)

Variabile	Model 2 – Reglementări naționale		Model 2 – IFRS	
	Coeff .	t	Coeff .	t
Constanta	2.875***	7.010	.343	1.047
Ln(Dv)	.131***	2.963	.345	-1.042
Ln(Prod_r)	.126***	3.679	.058*	2.443
R_unr	1.499***	2.943	.357	-.992
Ln(Dv) R_unr	-.111***	-2.019	.329	1.082
Ln(Prod_r) R_unr	-.128**	-2.916	.047**	-2.616
Nr. de observații	46		14	
R-square	.420		.800	
F-value	F(5,40) = 5.791		F(5,8) = 4.010	
p-value	.000		.077	

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor, prin utilizarea SPSS 25.0. Variabila dependentă $\ln(St)$. Nivel de semnificație: *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01.

Pe baza informațiilor prezentate în **Tabelul nr. 7**, putem estima influența reglementărilor contabile aplicate de compania țintă în anul achiziției, considerând-o o variabilă de control. În cazul în care compania țintă aplică reglementările naționale, toți predictorii au o influență semnificativă asupra variabilei dependente. În cazul companiilor care aplică IFRS ca sistem de raportare, rata productivității și faptul că societățile au activități conexe au o influență pozitivă și semnificativă asupra cotei de capital achiziționate în tranzacție.

Concluzii

Așa cum se poate observa, într-o tranzacție de tipul F&A care produce transformări ale pieței, există o serie de factori care determină alegerea unei întreprinderi țintă, astfel încât aceasta să răspundă nevoilor companiei achiziționate, și anume: resursele economice ale entității achiziționate, corporale sau necorporale, angajații acesteia, cota sa de piață și exemplele pot continua. În această lucrare am analizat operațiunile de achiziții în care a fost implicată o societate românească, fie în poziția de cumpărător, fie în cea de entitate țintă. Având în vedere analiza noastră descriptivă, din eșantionul nostru de 60 de tranzacții (60 de entități achiziționate și 60 de companii țintă), numai în cinci cazuri societățile românești au fost în postura de entitate achiziționate, pentru restul de 55 de tranzacții, companiile românești aflându-se în postura de companii achiziționate.

Pornind de la ideea că, în cazul F&A de tip conglomerat, achizitorii au în vedere o companie țintă bazându-se mai

degrabă pe capacitățile sale financiare decât pe cele productive, iar, în cazul F&A relaționate, situația este inversă, am testat și validat două ipoteze de lucru conform cărora cota de capital achiziționată de cumpărătorii în companiile țintă este influențată de nivelul de relaționare a activităților acestora, valoarea tranzacției și productivitatea companiilor implicate. În urma acestei analize am constatat că, atunci când predictorii sunt luați separat, numai gradul de relaționare al activităților influențează semnificativ și pozitiv cota achiziționată. Dar, în analiza influenței combinate a factorilor menționați mai sus, am observat că, în cazul activităților relaționate, atât valoarea tranzacției, cât și rata productivității au o influență negativă asupra cotei achiziționate. Reglementările contabile aplicate de compania țintă în anul achiziției/fuziunii, luate ca un predictor în regresia liniară ierarhică, au o influență negativă asupra cotei achiziționate, ceea ce înseamnă că procentul de capital achiziționat este mai mare în cazul companiilor care aplică reglementările naționale, fapt confirmat și de rezultatele din tabelele descriptive ale eșantionului nostru. Atunci când se consideră, drept variabilă de control, reglementările contabile, observăm că investitorii sunt mai interesați să investească în companii care aplică reglementările naționale, predictibilitatea modelului fiind mai mică decât în cazul aplicării IFRS. Pe de altă parte, în cazul companiilor țintă care aplică reglementările contabile naționale ca sistem de raportare, toți predictorii noștri au o influență semnificativă, în timp ce în cazul aplicării IFRS ca sistem de raportare, relaționarea activităților și rata

productivității sunt semnificative, ceea ce se traduce prin faptul că achizitorii caută companii țintă care raportează o bună productivitate a muncii angajaților lor.

Una dintre limitele studiului este numărul mic de tranzacții din eșantionul nostru. Faptul că multe companii implicate (companiile achiziitoare și țintă) au raportat angajați zero în anul anterior achiziției a făcut imposibilă calcularea ratei productivității. În al doilea

rând, multe companii implicate în fuziuni și achiziții, preluate din baza de date Zephyr, nu se regăsesc în baza de date Orbis, pentru informații financiare sau acestea lipsesc.

O posibilă direcție viitoare de cercetare ar fi analiza influenței condițiilor macroeconomice ale țărilor de rezidență asupra cotei de capital, preluată în operațiunile de tip F&A.

BIBLIOGRAFIE

1. Aevoae, G.M., Dicu, R.M., Mardiros D.N. (2018), How do the foreign direct investments flow? *The case of cross-border M&As in the European Union, Accounting and Management Information Systems*, 17(4), pp. 641-662.
2. Aguilera, R., Dencker, J., The role of human resources management in cross-border mergers and acquisitions, *The International Journal of Human Resources Management*, Volume 15, Issue 8, 2004, pages 1355-1370
3. Ali-Yrkkö, J. (2002), Mergers and Acquisitions: Reasons and Results, *ETLA Discussion Papers* 792, available online at <https://www.econstor.eu/handle/10419/63797>
4. Boateng, A., Hua, X., Uddin, M., Du, M. (2014), Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK, *Research in International Business and Finance*, 30, pp. 202-216
5. Canina, L., Kim, J.Y., Ma, Q. (2010), What do we know about M&A success? A research agenda for the lodging industry, *Cornell University*, Volume 51, Issue 1, pages 81-101
6. Cefis, E., Rigamonti, D. (2013), The importance of Industry Relatedness in M&A. An empirical analysis of the Dutch Acquisition Market, available online at http://econ.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Research/Seminars/2013/Paper_The_importance_of_Industry_Relatedness_in_MA.pdf
7. Dauber, D. (2012), Opposing positions in M&A research: Culture, integration, and performance, *Cross-Cultural Management: An International Journal*, Volume 19, Issue 3, pp.375-398.
8. Devos, E., Kadapakkam, P.R., Krishnamurthy, S. (2009), How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies, *The Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 3, 1 Pages 1179-1211.
9. Erel, I., Liao, R. C., Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
10. Evenett, S.J. (2003), The Cross-border Mergers and Acquisitions wave of late 1990s, *NBER Working Paper* no. 9655, Cambridge, MA.
11. Fan, J. P. H., Lang, L. H. P. (2000). The Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification. *The Journal of Business*, 73(4), 629-660.
12. Ficery, K., Herd, T., Pursche, B., Where has all the synergy gone? The M&A puzzle, *Journal of Business Strategy*, Volume 28, Issue 5, pages 29-35
13. Hagedoorn, J., Duysters, G., The effects of mergers and acquisitions on the technological performance of companies in a high-tech environment, *Technology Analysis and Strategic Management*, Volume 14, Issue 1, 2002, pages 67-85
14. Hurley, R. F. (2006), The decision to trust, *Harvard Business Review*, Volume 86, Issue 9, pp. 55-62.
15. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (2019), Number & Value of M&A Worldwide, available online at <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
16. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (2019), Number & Value of Cross-border M&A, available online at <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-transaction-type/>
17. Kavanagh, M., Ashkanasy, N. (2006), The Impact of Leadership and Change Management Strategy on

- Organizational Culture and Individual Acceptance of Change during a Merger, *British Journal of Management*, 17(S1), S81-S103.
18. Kiessling, T., Harvey, M., The human resources management issues during an acquisition: the target firm's top management team and key managers, *The International Journal of Human Resource Management*, Volume 17, Issue 7, 2006, pages 1307-1320
 19. Kiyamaz, H. (2004), Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors, *Journal of Banking & Finance*, 28(6), 1413-1439.
 20. Massey Jr., F. (1951), The Kolmogorov-Smirnov Test for Goodness of Fit, *Journal of the American Statistical Association*, 46(253), pp. 68-78.
 21. Moeller, Sara, Schlingemann, F., Stulz, R., 2004, Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Finance Economics*, Volume 73, Issue 2, pages 201-228.
 22. Nelson Espeland, W., Hirsch, P. (1990), Ownership changes, accounting practice and the redefinition of the corporation, *Accounting, Organizations and Society*, 15 (1-2), pp. 77-96
 23. Pelto, E. (2017), The Role of Trust in Value Creation: The Case of a Cross-Border Acquisition in Russia, in Marinova S., Larimo J., Nummela N. (eds) Value Creation in International Business. *Palgrave Macmillan*, Cham, pp 197-235
 24. Rozen-Bakher, Z. (2018), The trade-off between synergy success and efficiency gains in M&A strategy, *EuroMed Journal of Business*, 13(2), pp. 163-184.
 25. Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353.
 26. Stahl, G. K., Chua, C. H., Pablo, A. L. (2012), Does national context affect target firm employees' trust in acquisition? A policy-capturing study, *Management International Review*, Volume 52, Issue 3, pp. 395-423.
 27. Stahl, G. K., Voigt, A. (2005), Impact of cultural differences on mergers and acquisition performance: A critical research review and an integrative model, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 4, pp. 51-82.
 28. Uddin, M., Boateng, A. (2011), Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors, *International Business Review*, 20(5), 547-556.
 29. Vasilaki, A., Tarba, S., Ahammad, M.F., Glaister, A., The moderating role of transformational leadership on HR practices in M&A integration, *The International Journal of Human Resources Management*, Cornell University, 2016, pages 1-17
 30. Kalotay, K. Sulstarova, A. (2010), Modelling Russian outward FDI, *Journal of International Management*, 16, pp. 131-142
 31. United Nations Conference on Trade and Development (2000), World Investment Report. Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, available online at https://unctad.org/en/Docs/wir2000_en.pdf
 32. Vasconcellos, G.M., Kish, R.J. (1998). Cross-border mergers and acquisitions: the European-US experience. *Journal of Multinational Financial Management*, 8(4), 431-450.
 33. United Nations Conference on Trade and Development (1998), World Investment Report. Trends and Determinants, available online at https://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf