



Fundamentarea deciziilor privind investițiile de portofoliu pe baza opiniei de audit în cazul firmelor cotate

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

Conf. univ. dr. habil. Ioan-Bogdan ROBU,
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași,
e-mail: bogdan.robust@feaa.uaic.ro

Conf. univ. dr. Roxana Manuela DICU,
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași,
e-mail: rm.dicu@gmail.com

Conf. univ. dr. habil. Ionuț-Viorel HERGHILIGIU,
Facultatea de Design Industrial și Managementul Afacerilor,
Universitatea Tehnică „Gheorghe Asachi” din Iași,
e-mail: iherghelegiu@tuiasi.ro

Rezumat

Ca parte a tranzacțiilor strategice, corporațiile achiziționează adesea participații la alte companii care nu le acordă controlul, dar le permit să își folosească resursele pentru a-și crește profitabilitatea, pentru a accesa progresul tehnologic și inovația acestora, pentru a dezvolta produse sau pentru a obține dividende. Prezentul articol are ca obiectiv principal identificarea factorilor de influență a comportamentului achizitorilor care cumpără titluri în capitalul companiilor țintă vizate și care sunt cotate la Bursa de Valori București, fără însă a intenționa să le controleze pe acestea. Studiul vizează descrierea a două dimensiuni ale comportamentului achizitorilor, atunci când cumpără participații care nu conduc la controlul companiilor țintă cotate la Bursa de Valori București (sub 50%). Prima dimensiune se referă la decizia cumpărătorului de a investi într-o anumită cotă de capital, influențată de profitabilitatea companiei țintă și de capitalizarea bursieră a acesteia (dimensiuni ale performanței acesteia), dar și de opinia de audit asupra situațiilor financiare anuale. Relația este pozitivă și semnificativă. A doua dimensiune se concentrează pe decizia achizitorilor/investitorilor de a investi sau nu într-o companie din categoria blue chip (companii de top, considerate cele mai eficiente și mai stabile pe piața financiară), cu scopul principal de a obține dividende sau de a tranzacționa titlurile respective pe piața de capital, pentru a genera fluxuri de trezorerie. Rezultatul arată că investitorii cumpără cote mici în companiile blue chip, comparativ cu celelalte companii, luând în calcul performanța acestora și opinia de audit asupra situațiilor financiare anuale.

Cuvinte cheie: opinia de audit; investiții de portofoliu; companii blue chip; capitalizare bursieră; rentabilitate financiară; Bursa de Valori București

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

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Aevoae, G.-M., Robu, I.-B., Dicu, R. M., Herghiligiu, I.-V. (2021), Can the Audit Opinion Influence the Portfolio Investment Decisions? The Case of Listed companies, *Audit Financiar*, vol. XIX, no. 4(164)/2021, pp.759-768, DOI: 10.20869/AUDITF/2021/164/026

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2021/164/026>
Data primirii articolului: 2.09.2021
Data revizuirii: 13.09.2021
Data acceptării: 7.10.2021

1. Introducere

Globalizarea și creșterea economică rapidă au determinat o nouă abordare strategică pentru companii, care au început să caute oportunități de investiții în economiile emergente. Ca rezultat, volumul și numărul de fuziuni și achiziții (F&A) care implică companii rezidente pe piețele emergente au înregistrat o creștere notabilă, devenind comparabilă cu economiile dezvoltate (Zhou și colab., 2016). Unele opinii acordă o atenție deosebită strategiilor de creștere externă ale companiilor, concentrându-se pe F&A, cu accent pe cele din economiile dezvoltate (Yang și Deng, 2017; Lin și colab., 2009; Cheng și Yang, 2017; Caiazza și colab., 2017), dat fiind faptul că acestea se implică în majoritatea acestor tranzacții strategice (Aevovae și colab., 2019; Lucas, 1990).

Cunoscute în anii '80 sub termenul de *țări nou industrializate*, aplicat câtorva țări din Asia și America Latină care au înregistrat o creștere rapidă, economiile emergente își au originea într-o liberalizare pe scară largă și adoptarea de politici bazate pe piață de către majoritatea țărilor în curs de dezvoltare. Hoskisson și colab. (2000) au identificat, în studiul lor, o listă cu 64 de economii emergente, inclusiv România, pe baza criteriilor legate de PIB, PNB pe cap de locuitor și rata inflației. Având în vedere condițiile lor economice atrăgătoare, aceste economii au devenit, pe de o parte, puncte focale pentru expansiunea globală, oferind oportunități pentru strategii corporative. Pe de altă parte, guvernele economiilor emergente au adoptat politici bazate pe piață, legate de deciziile strategice ale întreprinderilor private, cum ar fi asocierile, fuziunile și achizițiile, adaptând practicile occidentale condițiilor naționale. Astfel, ca parte a tranzacțiilor lor strategice, corporațiile achiziționează adesea participații la alte companii care nu le acordă controlul, dar le permit să își folosească resursele pentru a-și crește profitabilitatea, pentru a accesa progresul tehnologic și inovația, pentru a dezvolta produse sau pentru a obține pur și simplu dividende.

Considerând cazul României, în calitate de economie emergentă, prezentul articol are ca obiectiv principal identificarea factorilor de influență a comportamentului achizitorilor care cumpără titluri în

capitalul firmelor cotate la Bursa de Valori București, fără a intenționa să controleze companiile țintă vizate. De asemenea, este analizată intenția acestora de a prefera companiile *blue chip* în defavoarea celorlalte. Ca factori de influență, am avut în vedere performanța companiilor țintă (reflectedă în rentabilitatea financiară și în capitalizarea bursieră), dar și opinia de audit asupra situațiilor financiare anuale ale acestora.

Rezultatele obținute în studiu arată faptul că performanța financiară influențează negativ și semnificativ cota achiziționată în compania țintă, în condițiile unei opinii fără rezerve a auditorului. Considerând a doua parte a studiului, achizitorii cumpără cote mici în *companiile blue chip* care prezintă performanță bună, financiară și la nivelul pieței de capital. Prin urmare, intenția de îmbunătățire a fluxurilor de trezorerie este corelată cu investiția în companii profitabile, în timp ce cotele ridicate sunt achiziționate în companii neauditate, pentru care considerăm că există intenția de păstrare pe termen mediu și lung.

2. Trecerea în revistă a literaturii de specialitate

Ca rezultat al istoriei sale de 30 de ani în a fi o economie de piață liberă, România este considerată de mulți autori (Albu și Albu, 2012; Filip, 2010; Albu și colab., 2013), precum și de instituțiile financiare (FMI, 2019) o economie emergentă. România este o țară care a parcurs mai multe etape pentru a atinge, în septembrie 2020, statutul de economie emergentă secundară, acordat de FTSE Russell (FTSE Russell, 2020; Dicu și colab., 2019), în ciuda evoluției sale controversate și a diferitelor metode de privatizare propuse de guvernul român, care au stimulat controlul extern corporativ ca nicăieri altundeva în Europa Centrală și de Est (Pop, 2006).

Controlul extern corporativ (engl. *market for corporate control*) este o teorie specifică fuziunilor și achizițiilor, care consideră că dacă proprietarul unei companii nu este capabil să aducă valoare adăugată afacerii, atunci activele generează beneficii economice sub nivelul standard, afacerea tinde să fie subevaluată și, în cele din urmă, devine o companie țintă (Robins și Wiersema, 1995). Un exemplu în

acest sens este cazul OMV, care a finalizat, pe 14 decembrie 2004, preluarea pachetului de acțiuni reprezentând 51% din capitalul social al Petrom. Compania austriacă a plătit Ministerului Economiei și Comerțului din România suma de 669 milioane euro pentru achiziția directă a unui pachet de 33,34% din acțiunile Petrom și a participat cu alte 830 milioane euro la operațiunea de majorare a capitalului social prin care a dobândit participația majoritară. După finalizarea transferului a 51% din acțiuni către OMV, participația Ministerului Economiei și Comerțului a fost diminuată de la circa 93% la 40,74%. Banca Europeană pentru Investiții și Dezvoltare a devenit, de asemenea, acționar al Petrom, cu un pachet de 2,03%, prin conversia unei sume de 73 de milioane de dolari dintr-un credit acordat companiei românești.

Având în vedere evoluția României după căderea comunismului în 1989, aceasta s-a caracterizat în principal printr-o rată a inflației foarte mare (256% în 1993) (Banca Mondială, 2019). Anii 2000 au fost influențați de aderarea la NATO în 2004 și de aderarea la Uniunea Europeană în 2007. După o creștere anuală robustă a PIB-ului de 21,64% în perioada 2000-2005 și o creștere majoră în anul aderării la UE de 42,42%, efectele crizei economice mondiale au început să se manifeste și în România, ducând la scăderea PIB în 2009 (19,19%) și din nou în 2010 (3,45%).

În ultimii ani, PIB-ul României a înregistrat o creștere constantă (Banca Mondială, 2019). În 2020, conform Indicelui libertății economice, România ocupa locul 38 în lume, cu un scor de 69,7, fiind plasată între Cipru (o economie în mare parte liberă cu un scor de 70,1) și Kazahstan (considerată, de asemenea, o economie moderat liberă, cu un scor de 69,6 puncte). În 2021, România a căzut pe locul 43, cu un scor de 69,5, situându-se între Tailanda (scor 69,7) și Uruguay (scor 69,3).

Unul dintre simbolurile economiei de piață este Bursa de Valori București, după redeschiderea sa la 21 aprilie 1995. De atunci, a ajuns la un număr de 84 de companii listate pe marca principală, 281 listate pe piața alternativă AeRO (*Alternative Exchange in Romania*) și 15 companii listate la SMT International, dedicate instrumentelor financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau pe o piață echivalentă cu o piață reglementată, într-o țară

terță (BVB, 2021). Multe dintre acestea s-au implicat în achiziții, ca ținte sau achizitori. Dintre ele, achizițiile care nu au condus la controlul companiilor țintă sunt în centrul studiului nostru.

Există literatură cu privire la motivele pentru care are loc o fuziune sau o achiziție (Calipha și colab., 2010; Nguyen și colab., 2013). Atunci când se discută fuziunile sau achiziția unei participații care conduce la controlul companiei țintă, motivele pot fi reduse la trei aspecte principale care caracterizează aceste operațiuni de creștere anorganică: sinergie, agenție și reputația managementului (Seth și colab., 2000; Hayward și Hambrick, 1997; Berkovitch și Narayanan, 1993). Atunci când cercetările se concentrează asupra achizițiilor care nu conduc la control, motivele care determină achizitorii să cumpere cote de capital care nu le permit să preia companiile țintă sunt legate de partajarea profitabilității companiei achiziționate, de partajarea tehnologiei sau de dezvoltarea de produse comune (Nain și Wang, 2018). Folosite în scopul îmbunătățirii eficienței operaționale, achizițiile care nu conduc la controlul companiei țintă pot duce la reducerea costurilor, la atenuarea constrângerilor financiare și la facilitarea activităților inovatoare (Fee și colab., 2006).

Referitor la motivele invocate de companiile achizițoare pentru a se implica în F&A, numeroase cercetări empirice au încercat să identifice factori externi, legați de sector și mediu, precum și factori interni, legați de companiile implicate în proces, care influențează diferite aspecte ale F&A. Factorii externi sunt de obicei legați de fuziunile și achizițiile transfrontaliere și includ influența calității mediului juridic și instituțional și a capitalizării pieței asupra fluxurilor de F&A (Hyun și Kim, 2010), amploarea pieței bursiere și a guvernantei corporative (Chen și colab., 2009), influența pozitivă și semnificativă a PIB-ului pe cap de locuitor, a distanței geografice relative și a PIB-ului (Byun și colab., 2013), oferta monetară largă, prețurile acțiunilor și rata de schimb efectivă (Boateng și colab., 2014). Factorii de mediu economici, legali, instituționali dintr-o țară influențează în principal fluxurile de F&A, în interior și în exterior, dar nu explică un comportament specific al achizitorilor sau al companiilor țintă, în ceea ce privește prețul tranzacției, volumul investiției, metoda de plată aleasă și așa mai departe.

Factorii specifici firmei includ, printre altele, constrângerile financiare ale companiei țintă (Chen și colab., 2009),

legătura tehnologică și de piață între companiile implicate (Cassiman și colab., 2005; Hussinger, 2010), informațiile financiare (Kiyamaz și Baker, 2008), abordarea durabilă (Hu și colab., 2020; Sarabia și colab., 2019) etc. Lucrările științifice recente sunt, de asemenea, orientate, uneori, și pe conexiunea dintre fuziuni și procedurile contabile conexe (Sedláček, Křížová, Hýblová, 2012).

3. Ipoteza generală de cercetare și ipotezele de lucru propuse spre testare și validare

Pornind de la cele prezentate în literatura de specialitate de profil, studiul nostru își propune să testeze și să valideze următoarele ipoteze:

Ipoteza generală de cercetare: *Opinia din raportul auditorului influențează semnificativ deciziile strategice ale investitorilor în cadrul operațiunilor de tranzacționare a acțiunilor companiilor listate pe piața de capital reglementată.*

Având în vedere această ipoteză generală, în studiu se consideră următoarele două ipoteze de lucru:

Ipoteza de lucru 1: *Opinia din raportul de audit însoțește conținutul informațional al situațiilor financiare în fundamentarea deciziilor investitorilor privind cota de capital achiziționată în companiile țintă listate pe piața de capital reglementată.*

Ipoteza de lucru 2: *Opinia din raportul de audit însoțește conținutul informațional al situațiilor financiare în influențarea probabilității de achiziție de către investitori a acțiunilor companiilor listate pe piața de capital reglementată din categoria blue chip.*

Ipotezele vor fi testate și validate pe baza analizei datelor colectate utilizând SPSS 25.0.

4. Metodologia cercetării

Pentru a testa și a valida ipotezele de cercetare propuse, studiul urmează un demers pozitivist, de tip logic. Astfel, se pornește de la populația studiată și se argumentează eșantionul analizat, iar cu ajutorul metodelor statistice avansate de analiză a datelor sunt estimați parametrii modelelor de regresie propuse în studiu. Pentru a valida ipotezele de cercetare propuse se vor folosi modelele liniare generalizate, regresia logistică, ANOVA (Grosu și colab, 2015; Jaba, 2002; Jaba și colab., 2012; Robu, 2012).

4.1. Populația țintă și eșantionul analizat

Pentru testarea și validarea ipotezelor de cercetare, populația studiată este reprezentată de firmele cotate la Bursa de Valori București, pentru care au fost urmărite în perioada 2010-2019 operațiunile de fuziuni și achiziții, respectiv un număr de 710 de F&A. În studiu au fost incluse doar tranzacțiile care cuprind o companie achiziitoare și una țintă, cea din urmă fiind localizată în România și cotate la Bursa de Valori București.

4.2. Modele propuse spre analiză, variabilele utilizate și sursa datelor

În studiu este analizată o serie de factori care influențează cota din capital achiziționată de o companie achiziitoare în compania țintă, precum și decizia de a investi în companiile blue chip, considerând investițiile în companiile cotate la Bursa de Valori București, pentru perioada 2010-2019.

Variabilele propuse sunt prezentate în **Tabelul nr. 1**.

Tabelul nr. 1. Variabilele propuse spre analiză			
Simbol	Reprezentare	Descriere	Explicație
Cota de capital (S)	%	Variabila dependentă	Cota de capital reprezintă procentajul achiziționat în compania țintă cotate la Bursa de Valori București.
Rentabilitatea financiară (ROE)	%	Variabilă independentă/ numerică	Rata rentabilității financiare este calculată ca raport între profitul net și capitalurile proprii ale companiei țintă.
Capitalizarea bursieră (Mkt)	Numeric	Variabilă independentă/numerică	Valoarea companiei țintă pe piața de capital, proporțională cu cota de capital achiziționată în tranzacție.
Opinia de audit (Audit)	1. Opinie cu rezerve 2. Opinie fără rezerve 3. Companie neauditată	Variabilă independentă/nominală	Opinia de audit emisă pentru situațiile financiare anuale ale companiei țintă, conform reglementărilor legale în vigoare.
Categorie companie (Blue_chip)	1. Blue chip 2. Non blue chip	Variabilă independentă/nominală	Companiile considerate de top, care sunt cele mai solide, mai eficiente și mai stabile de pe piață.

Sursa: Reprezentarea proprie a autorilor.

Pentru prima ipoteză de lucru, modelul ia în considerare factorii Cota de capital (S), ca variabilă dependentă, și Rata rentabilității financiare (ROE), Capitalizarea bursieră (Mkt) și Opinia de audit ($Audit$), ca *predictori*. Deoarece intenționăm să vedem dacă predictorii au o influență semnificativă în estimarea cotei de capital achiziționate în compania țintă, considerăm modelul prevăzut în Ec. (1):

$$S = \beta_0 + \beta_1 \cdot Audit + \beta_2 \cdot ROE + \beta_3 \cdot Mkt + \varepsilon \quad (1)$$

unde,

S reprezintă cota de capital achiziționată de investitor în compania țintă cotate la Bursa de Valori București;

$\beta_i, i = 0, \dots, 3$ reprezintă parametrii modelului de regresie;

ε reprezintă componenta eroare.

Pentru cea de-a doua ipoteză de lucru, luăm în considerare probabilitatea achizițiilor de la Bursa de Valori București de a investi în companii blue chip, ceea ce ne va ajuta să testăm și să validăm

ipoteza conform căreia predictorii considerați în modelul anterior influențează alegerea unui anumit tip de companie țintă, așa cum se poate observa în Ec. (2):

$$\ln(p/1-p) = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot Audit + \gamma_2 \cdot ROE + \gamma_3 \cdot Mkt + \varepsilon \quad (2)$$

unde,

p reprezintă probabilitatea ca investitorul să aleagă să investească în acțiunile unei companii cotate pe piața reglementată, din categoria *blue chip*, iar $(1-p)$ reprezintă diferența, adică probabilitatea ca investitorul să nu aleagă să investească în acțiunile unei companii cotate pe piața reglementată;

$\gamma_i, i = 0, \dots, 3$ reprezintă parametrii modelului de regresie;

iar ε reprezintă componenta eroare.

Cel de-al treilea model propus utilizează *regresia logistică* și interacțiunile dintre variabila categorială *Audit* și ceilalți factori de influență:

$$\ln(p/1-p) = \theta_0 + \theta_1 \cdot Audit + \theta_2 \cdot ROE + \theta_3 \cdot Mkt + \theta_4 \cdot Audit \cdot ROE + \theta_5 \cdot Audit \cdot Mkt + \varepsilon \quad (3)$$

Pentru perioada analizată, datele privind fuziunile și achizițiile au fost colectate din două baze de date, respectiv din baza de date Zephyr (țara companiei țintă, țara companiei achizițoare, valoarea tranzacției, codul primar al NACE Rev.2 pentru ambele companii vizate și a celei care achiziționează), iar informațiile financiare au fost colectate din baza de date Orbis (capitaluri proprii, capitalizarea bursieră, rentabilitatea financiară, opinia de audit).

5. Rezultate și discuții

În urma analizei datelor colectate la nivelul eșantionului propus, în studiu este prezentată o serie de statistici descriptive pentru variabilele analizate (pe total și pe categorii considerate în analiză), rezultatele ANOVA pentru cota de capital în funcție de variabila *Audit*, precum și estimările parametrilor modelelor de regresie propuse.

În **Tabelul nr. 2** sunt prezentate o serie de statistici descriptive privind eșantionul considerat pentru testarea ipotezelor de lucru.

Tabelul nr. 2. Statistica descriptivă a eșantionului de lucru – variabile numerice

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
S	,03	21,20	3,2933	5,78432	2,084	,092	3,311	,183
ROE	-15,30	21,20	7,3612	7,36654	-,371	,092	,021	,183
Mkt	,03	708,54	139,8276	130,36818	1,663	,092	3,384	,183

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Conform informațiilor din **Tabelul nr. 2**, investiția cea mai redusă este de 0,03% din capitalul companiei țintă, iar maximul este de 21,20%. De asemenea, se remarcă existența unor valori negative pentru variabila ROE, ceea ce semnifică faptul că există companii țintă, cotate la BVB,

care se dovedesc ineficiente în utilizarea capitalurilor proprii cu scopul de a înregistra profit.

În **Tabelul nr. 3** este prezentată situația descriptivă a companiilor țintă, considerând opinia de audit asupra situațiilor financiare anuale sau absența acesteia.

Tabelul nr. 3. Statistica descriptivă a eșantionului de lucru – variabile categoriale

Audit	Medie	Std. Deviation	N
Opinie cu rezerve	5,2310	7,01864	7 (1%)
Opinie fără rezerve	2,5517	5,06878	615 (86,6%)
Companie neauditată	8,3222	7,62716	88(12,4%)
Total	3,2933	5,78432	710 (100%)

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Referitor la situația companiilor țintă, luând în calcul opinia de audit sau absența acesteia, observăm că majoritatea covârșitoare a acestora prezintă opinie de audit fără rezerve (615 companii, reprezentând 86,6% din eșantion). Numărul companiilor pentru care opinia exprimată de auditor, referitor la situațiile financiare anuale, a fost cu rezerve este de doar 7 (reprezentând 1% din eșantion). De asemenea, există și 88 companii neauditare, cotate pe piața alternativă AeRo, reprezentând 12,4% din eșantion.

Rezultatele ANOVA prezintă testarea existenței unor diferențe semnificative între mediile *cotelor de capital achiziționate* pe categorii, în funcție de variabila categorială *Audit*, utilizând testul post hoc LSD (Jaba, 2002). Prezentate în **Tabelul nr. 3**, rezultatele indică o diferență semnificativă între mediile cotelor de capital achiziționate în companiile țintă, luând în considerare opinia de audit referitoare la situațiile financiare ale companiilor țintă cotate la Bursa de Valori București.

Tabelul nr. 4. Rezultatele ANOVA, considerând cota achiziționată și opinia de audit

(I) Audit	(J) Audit	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Opinie cu rezerve	Opinie fără rezerve	2,67929	2,07811	,198	-1,4007	6,7593
	Companie neauditată	-3,09125	2,14700	,150	-7,3065	1,1240
Opinie fără rezerve	Opinie cu rezerve	-2,67929	2,07811	,198	-6,7593	1,4007
	Companie neauditată	-5,77054*	,62310	,000	-6,9939	-4,5472

*. Semnificativă la nivel 0.01.

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Pe baza rezultatelor obținute în urma ANOVA din **Tabelul nr. 4** observăm că există o diferență semnificativă între cotele de capital achiziționate în companiile neauditare, comparativ cu cele achiziționate în companii pentru care opinia de audit asupra situațiilor financiare anuale a fost fără rezerve. Companiile achiziționate cumpără cote mai mari în companiile neauditare,

comparativ cu cele care au situațiile financiare anuale corecte (sig. = 0,000), ceea ce semnifică faptul că achizitorii sunt interesați în corectitudinea datelor publicate în situațiile financiare anuale în situația în care doresc să-și îmbunătățească fluxurile de numerar. În cazul în care cumpără cote mai ridicate, nu sunt interesați ca societatea să fie auditată.

Tabelul nr. 5. Parametrii estimați pentru modelul din ecuația (1)

Parametri	B	Std. Error	t	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Constanta	9,430	,561	16,820	,000	8,329	10,530
[Audit = Opinie cu rezerve]	-4,732	2,031	-2,330	,020	-8,721	-,744
[Audit = Opinie fără rezerve]	-4,192	,613	-6,843	,000	-5,394	-2,989
[Audit = Companie neauditată]	0 ^a
ROE	-,212	,028	-7,646	,000	-,267	-,158
Mkt	-,006	,002	-4,071	,000	-,009	-,003

Audit = Companie neauditată este categoria de referință
R Squared = 0,213

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Considerând parametrii din **Tabelul nr. 5**, observăm că toți predictorii au o influență semnificativă asupra cotei de capital achiziționate în compania țintă. Rezultatele arată că achizitorii cumpără cote mai mari în companiile neauditare, comparativ cu cele auditate. Acest aspect subliniază faptul că investitorii care cumpără cote de capital la Bursa de Valori București și au în vedere siguranța investiției vor lua în considerare opinia auditorului asupra situațiilor

financiare anuale emise de compania țintă. De asemenea, achizitorii au în vedere performanța companiei țintă în cazul cotelor reduse, deoarece sunt interesați în îmbunătățirea fluxurilor de trezorerie. În cazul achiziției de cote ridicate, intenția este de cumulare a unei cote de capital semnificative. Prin urmare, în acest caz, intenția de preluare primează în fața performanței, fie ea financiară sau manifestată pe piața de capital.

Tabelul nr. 6. Parametrii estimați pentru modelul din ecuația (2)

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Audit = Companie neauditată			39,534	2	,000	
Audit = Opinie cu rezerve	6,369	1,296	24,154	1	,000	583,726
Audit = Opinie fără rezerve	3,596	,622	33,475	1	,000	36,461
ROE	,072	,013	29,855	1	,000	1,075
Mkt	,006	,001	39,258	1	,000	1,006
Constanta (pentru categoria Companie neauditată)	-4,406	,639	47,487	1	,000	,012

a. Variabile considerate în etapa 1: Audit, ROE, Mkt.
b. Cox & Snell R Square = 0,287

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Datele prezentate în **Tabelul nr. 6** reflectă faptul că, în alegerea unei companii blue chip, predictorii considerați au influență pozitivă și semnificativă. Astfel, probabilitatea achizitorilor de a investi într-o companie blue chip este influențată pozitiv de existența unui raport de audit, dar și de performanța financiară și de pe

pieța de capital a companiilor țintă. Intenția de a investi în companii blue chip nu este însoțită de intenția de preluare sau de influențare a activității acestora, ci de obiectivul de a îmbunătăți fluxurile de numerar ale companiei achiziționate, ca rezultat al încasării de dividende sau al tranzacțiilor speculative desfășurate pe piața reglementată.

Tabelul nr. 7. Parametrii estimați pentru modelul din ecuația (3)

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Audit = Companie neauditată			12,657	2	,002	
Audit = Opinie cu rezerve	22,519	10765,528	,000	1	,998	6026556763,166
Audit = Opinie fără rezerve	2,575	,724	12,657	1	,000	13,128
ROE	-,088	,106	,688	1	,407	,916
Mkt	,005	,006	,808	1	,369	1,005
Audit = Companie neauditată * ROE			2,408	2	,300	
Audit = Opinie cu rezerve * ROE	-8,101	2645,856	,000	1	,998	,000
Audit = Opinie fără rezerve * ROE	,167	,107	2,408	1	,121*	1,181
Audit = Companie neauditată * Mkt			,048	2	,976	
Audit = Opinie cu rezerve * Mkt	-,004	192,923	,000	1	1,000	,996
Audit = Opinie fără rezerve * Mkt	,001	,006	,048	1	,826	1,001
Constanta	-3,461	,702	24,332	1	,000	,031

a. Variabile considerate în etapa 1: Audit, ROE, Mkt, Audit * ROE, Audit * Mkt .

b. Cox & Snell R Square = 0,299

c. * significant for a 0,15 risk level

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Considerând influența combinată a predictorilor luați în considerare, observăm o schimbare în influența performanței financiare asupra probabilității de alegere a unei companii blue chip, comparativ cu celelalte companii. În cazul în care compania țintă dovedește ineficiență în utilizarea capitalurilor proprii, atunci pierderea are o influență negativă în probabilitatea alegerii unei investiții în companiile cel mai bine cotate pe piața de capital din România.

Concluzii

Companiile achizițoare, care se implică în achiziții la Bursa de Valori București, manifestă un comportament dictat de două direcții de acțiune. Pe de o parte, achiziționează cote ridicate din companiile țintă, preferând companiile care nu sunt auditate. În opinia noastră, acest fapt conduce la concluzia că intenția este de investiție pe termen lung și de influențare a activității companiei achiziționate. Faptul că achizitorii nu sunt interesați de existența unui raport de audit denotă că nu îi interesează calitatea informației raportate de compania țintă, ci obiectul de activitate al acesteia și modul în care activele și activitatea acesteia pot influența, în viitor, situația financiară a companiei achizițoare. În acest sens, avem în vedere studii viitoare care să urmărească influența obiectului de

activitate și relaționarea acestuia cu cel al societății achizițoare asupra cotei de capital achiziționate pe piața reglementată din România.

Pe de altă parte, sunt achiziționate cote de capital reduse în companii care manifestă o performanță financiară și pe piața de capital ridicate. Dovadă în acest sens stau rata rentabilității financiare și capitalizarea bursieră, care influențează semnificativ, dar și negativ cota de capital cumpărată în companiile țintă cotate la Bursa de valori București. De asemenea, rezultatele studiului arată faptul că opinia de audit, fie ea cu rezerve sau fără rezerve, influențează pozitiv opțiunea pentru companii blue chip, dar doar opinia fără rezerve are o influență pozitivă și semnificativă în acest sens. În cazul în care considerăm influența combinată a predictorilor, observăm că rentabilitatea financiară are o influență pozitivă asupra deciziei de a investi într-o companie blue chip, în condițiile în care opinia asupra situațiilor financiare anuale este fără rezerve.

În concluzie, comportamentul achizitorilor la Bursa de Valori București este orientat fie spre a cumpăra titluri în companiile țintă neauditare, cu scopul de a le păstra, fie de a investi în companiile auditate, cu scopul de a-și

îmbunătăți fluxurile de trezorerie, prin dividende sau acțiuni speculative.

Ca direcții de cercetare viitoare, avem în vedere analiza influenței obiectului de activitate al celor două companii implicate, pentru a concluziona dacă acesta are sau nu impact semnificativ asupra deciziei de investiții a

companiilor achiziitoare, care se implică în achiziții la Bursa de Valori București.

Mulțumiri: Această lucrare a fost susținută de un grant al Ministerului Educației și Cercetării din România, CNCS – UEFISCDI, numărul proiectului PN-III-P1-1.1-TE-2019-1642, în cadrul PNCDI III.

BIBLIOGRAFIE

1. Aevoae, G.M., Dicu, R.M., Mardiros, D.N. (2019): The Innovation Perspective of the Acquirers: Empirical Evidence Regarding Patent-Driven M&As, *Review of Economic and Business Studies*, 12(2), pp. 57-78.
2. Albu, C.N., Albu, N., Pali-Pista, S.F., Gîrbină, M.M., Selimoglu, S.K., Kovács, D.M., Lukács, J., Mohl, G., Müllerová, L., Paseková, M., Arsoy, A.P., Sipahl, B., Strouhal, J. (2013): Implementation of IFRS for SMEs in Emerging Economies: Stakeholder Perceptions in the Czech Republic, Hungary, Romania and Turkey, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 24(2), pp. 140-175.
3. Albu, N., Albu, C.N. (2012): International Financial Reporting Standards in an Emerging Economy: Lessons from Romania, *Australian Accounting Review*, 22(4), pp. 341-352.
4. Berkovitch, E., Narayanan, M.P. (1993): Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), pp. 347-362.
5. 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.
6. Bucharest Stock Exchange (2020): Acțiuni. Disponibil online la <http://bvb.ro/FinancialInstruments/Markets/Shares>, accesat pe 21 iulie, 2021.
7. Byun, H., Hadlock, H., Park, C. (2012): Assessing Factors Affecting M&As Versus Greenfield FDI in Emerging Countries, in: *Asian Development Bank Economics Working Paper Series No. 293*. disponibil la: SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2198156>
8. Caiazza, R., Very, P., Ferrara, G. (2015): New Geography of M&As: A Framing Device of Firms' Strategies, *Thunderbird International Business Review*, 59(25), pp. 243-250.
9. Calipha, R., Tarba, S., Brock, D. (2010): *Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors*, in Cooper, C.L., Finkelstein, S. (ed.): *Advances in Mergers & Acquisitions*, Bingley: Emerald Group Publishing Limited, pp. 1-24.
10. Cassiman, B., Colombo, M.G., Garrone, P., Veugelers, R. (2005): The impact of M&A on the R&D process, *Research Policy*, 34(2), pp. 195-220.
11. Chen, Y.R., Huang, Y.L., Chen, C.N. (2009): Financing Constraints, Ownership Control, and Cross-Border M&As: Evidence from Nine East Asian Economies, *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), pp. 665-680.
12. Cheng, C., Yang, M. (2017): Enhancing performance of cross-border mergers and acquisitions in developed markets: The role of business ties and technological innovation capability, *Journal of Business Research*, 81, pp. 107-117.
13. Dicu, R.M., Toma, C., Aevoae, G.M., Mardiros, D.N. (2019): The influence of deal value's determinants in mergers and acquisitions with community dimension: Some empirical evidence from the European Union, *Transformations in Business & Economics*, 18(2A), pp. 510-530.
14. Fee, C.E., Hadlock, C.J., Thomas, S. (2006): Corporate Equity Ownership and the Governance of Product Market Relationships, *The Journal of Finance*, 61(3), pp. 1217-1251.
15. Filip, A. (2010): IFRS and the value relevance of earnings: evidence from the emerging market of

- Romania, *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 6(2/3), pp. 191-223.
16. FTSE Russell (2020): Reclassification of Romania to Secondary Emerging Market Status, disponibil online la https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_FAQDocumentRomania.pdf, accesat în 10 iulie, 2021.
 17. Grosu, M., Robu, I.B., Istrate, C. (2015): Studiu explorator privind impactul IFRS asupra opiniei de audit în cazul firmelor românești cotate, *Audit Financiar*, 13(7), pp. 3-15
 18. Hayward, M.L.A., Hambrick, D.C. (1997): Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, *Administrative Science Quarterly*, 42(1), pp. 103-127.
 19. Hoskisson, R.E., Eden, L., Lau, C.M., Wright, M. (2000): Strategy in Emerging Economies, *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 249-267.
 20. Hu, X., Yin, X., Jin, Z., Li, J. (2020): How Do International M&As Affect Rival Firm's Sustainable Performance? – Empirical Evidence from an Emerging Market, *Sustainability*, 12(4), pp. 1318-1327.
 21. Hussinger, K. (2010): On the importance of technological relatedness: SMEs versus large acquisition targets, *Technovation*, 30(1), pp. 57-64.
 22. Hyun, H.J., Kim, H.H. (2010): The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model, *World Economy*, 33(2), pp. 292-310.
 23. Jaba, E. (2002): Statistică, ediția a 3-a, *Editura Economică*, București
 24. Jaba, E., Robu, I.-B., Bălan, C.-B., Robu, M.-A. (2012): Folosirea metodei ANOVA pentru obținerea probelor de audit cu privire la efectul domeniului de activitate asupra variației indicatorilor poziției și performanței financiare, *Audit Financiar*, 10(8), pp. 3-12
 25. Kiyamaz, H., Baker, H.K. (2008): Short-Term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(2), pp. 17-44.
 26. Lin, Z., Peng, M.W., Yang, H., Sun, S.L. (2009): How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States, *Strategic Management Journal*, 30(10), pp. 1113-1132.
 27. Lucas, R. (1990): Why doesn't capital flow from rich to poor countries?, *The American Economic Review*, 80(2), pp. 92-96.
 28. Nain, A., Wang, Y. (2018): The Product Market Impact of Minority Stake Acquisitions, *Management Science*, 64(2), pp. 825-844.
 29. Nguyen, H.T., Yung, K., Sun, Q. (2012): Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US, *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), pp. 1357-1375.
 30. Pop, D. (2006): M&A market in transitions economies: Evidence from Romania, *Emerging Markets Review*, 7(3), pp. 244-260.
 31. Robins, J., Wiersema, M.F. (1995): A resource-based approach to the multi-business firm: empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, Issue 4, pp. 277-299
 32. Robu, I.-B. (2012): O perspectivă financiară asupra triumphiului fraudei, *Audit Financiar*, 10(1), pp. 12-23
 33. Sarabia, M., Crecente, F., Castaño, R. (2019): Why Do Sustainable Mergers Fail to Manage Entrepreneurship?, *Sustainability*, 11(2), pp. 525-534.
 34. Sedláček, J., Křížová, Z., Hýblová, E. (2012): Comparison of accounting methods for business combinations, *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 60(2), pp. 315-324.
 35. Seth, A., Song, K.P., Pettit, R. (2000): Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms, *Journal of International Business Studies*, 31(3), pp. 387-405.
 36. Valdone, D., Frigerio, M., Clo, S. (2020): Contemporary development financial institutions in Europe, in Bernier, L., Florio, M., Bance, P. (eds.):

- The Routledge Handbook of State-Owned Enterprises, *London: Routledge*, pp. 390-412.
37. World Bank (2019): GDP Growth, disponibil online la <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>, accesat în 10 iulie, 2021.
38. Yang, M., Deng, P. (2015): Cross-Border M&As by Chinese Companies in Advanced Countries: Antecedents and Implications, *Thunderbird International Business Review*, 59(3), pp. 263-280.
39. Zhou, C., Xie, J., Wang, Q. (2016): Failure to Complete Cross-Border M&As: “To” vs. “From” Emerging Markets, *Journal of International Business Studies*, 47(9), pp. 1077-1105.