

**ABORDĂRI PRIVIND PROTEJAREA INTERESULUI INVESTITORULUI ÎN
CONTEXTUL ACTUAL AL CRIZEI ECONOMICE. STUDIU DE CAZ ACET SA
ROMANIA**

**APPROACHES TO PROTECT INVESTOR INTEREST IN THE CURRENT CONTEXT
OF THE ECONOMIC CRISIS. ACET SA CASE STUDY**

CZU: 330.322.5:338.124.4(498)

DOI: 10.5281/zenodo.7063698

Veronica GROSU,

ORCID ID: 0000-0003-2465-4722

Simona BRÎNZARU,

ORCID ID: 0000-0003-4777-6589

Denisa BAHNARU,

ORCID ID: 0000-0003-3929-8455

Monica-Laura ZLATI,

ORCID ID: 0000-0003-2443-1086

Universitatea Stefan cel Mare Suceava, România

Abstract

In contextul actual definit de criza economică și inflație galopantă la nivel mondial, entitățile economice se confruntă cu o provocare privind protejarea intereselor investitorilor. Ne propunem să definim un model economic de evaluare a nivelului de protecție prin prisma acțiunilor de management în special raportat la indicatori economico-financiari astfel încât să obținem reprezentativitatea unei funcții econometrice. Metodele utilizate sunt de tip empiric și analitic și vizează studiul literaturii de specialitate și analiza rezultatelor financiare în vederea conceptualizării și testării modelului. Rezultatele obținute vor permite trasarea funcției econometrice în parametri generalizați și obținerea unui profil de comportament care poate fi extins la întregul eșalon economico-financiar reprezentat de entitățile din România și nu numai.

Introducere

Protejarea interesului acționarilor reprezintă unul din elementele fundamentale de management pro activ garantând investițiile și reducând riscul de dematerializare a capitalului investit. În practica curentă se remarcă mai multe tehnici de abordare a acestei metode în principal bazate pe eficiența economică și creștere sustenabilă.

În contextul actual pe fondul evenimentelor din ultima perioadă (pandemia sanitară, conflictul militar) se remarcă puternice vulnerabilități ale protejării intereselor investitorilor, aspect remarcat pe bursa de valori care conform Zhu et al. (2021) și Ali et al. (2022) a redus valoarea activelor cu 30 miliarde lei în ultima perioadă februarie-martie 2022. Însă subiectul protejării intereselor investitorilor este frecvent întâlnit în literatura de specialitate mai ales în contextul crizelor economice.

Scopul principal al lucrării îl reprezintă conceptualizarea unui model economic de evaluare a nivelului de protecție a investitorilor în condițiile economice actuale. Utilitatea rezultatelor se regăsește în obținerea unui profil de comportament privind protecția intereselor investitorilor care poate fi extins asupra entităților din România.

1. Literature review

Pentru o analiză aprofundată a literaturii de specialitate am utilizat platforma Web of Science (WoS) pentru a determina stadiul actual al cercetării științifice privind tematica protejării intereselor acționarilor. Protocolul de căutare aplicat a fost următorul:

- Baza de date: Web of Science Core Collection;
- Topic de căutare: "investor protection" or "protection of investors' interests."
- Perioada de analiză: 1975 – 2022 pentru toate tipurile de documente.

Astfel am obținut 2051 de lucrări din care sub forma articolelor în număr de 1879, urmată de lucrările proceedings, capitole de cărți, review-uri, etc.

Din punct de vedere al evoluției numărului publicațiilor se remarcă faptul că anul 2020 înregistrează cele mai multe lucrări publicate pe această tematică datorită contextului pandemiei sanitare care a condus la apariția numeroaselor riscuri asociate intereselor investitorilor.

Pe baza rezultatele exportate de pe WoS am realizat o analiză bibliometrică asupra tematicii protejării intereselor investitorilor cu ajutorul software-ului VOSviewer-ului. Astfel, software-ul VOSviewer a selectat 4843 de termeni dintre care doar 334 de termeni au atins pragul de cel puțin 10 frecvențe. Rețeau completă de termeni-cheie este prezentată în *figura nr. 1*.

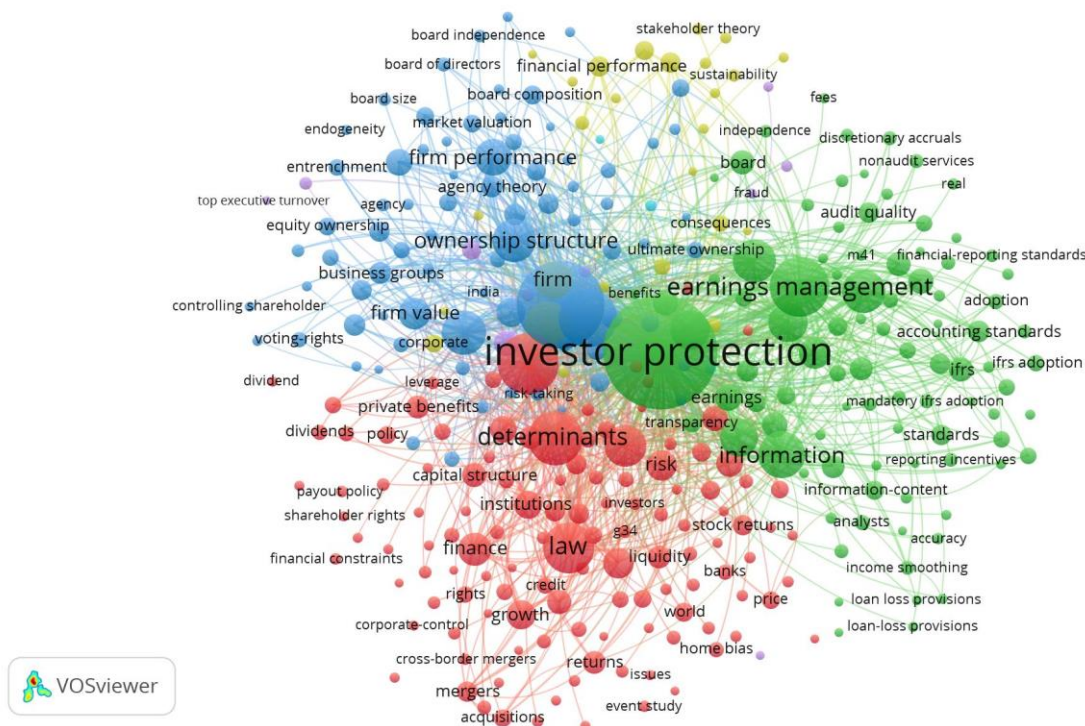


Figura nr. 1. Rețeau de termeni-cheie privind tematica protejării intereselor investitorilor

În *figura nr. 1* se pot observa șase cluster e evidențiate în culori diferite conturate prin relațiile de interdependență cu termenul central *investor protection*. Clusterul 1 grupează cei mai mulți termeni respectiv 123 și este evidențiat prin culoarea roșie. Termeni sunt specifici piețelor de capital precum *dividends*, *capital strucutre*, *returns*, *growth*, *investors*, *stock returns*, *stock market*, *payout polics*, *shareholders right*, *shareholders protectin*, *information disclosure*, *initial public offerings*, *financial constraints*, etc (Chu et al., 2017; Ene & Voica, 2021). Al doilea cluster cuprinde 93 de termeni (culoare verde din *figura nr. 1*) vizează domeniul contabilității prin termeni ca *financial reporting*, *corporate disclosure*, *IFRS*, *information asymmetry*, *value relevance*, *mandatory adoption*, *international accounting*, etc punând accent pe calitatea informațiilor furnizate de către investitori (Dima & Dima, 2018; Khairul, Akmalia, & Aziz, 2020; Svetlana, et al., 2020). Clusterul 3 este format din 79 de termeni concentrați în jurul conceptului de *corporate governance*, precum *board independence*, *board of directors*, *audit committe*, *board size*, *institutional investors*, *voting-right*, *ceo-duality*, *financial crisis*, etc întâlnite în lucrările lui Persakis & Iatridis (2016) și Lye & Hooy (2021).

Următorul cluster pune accent pe un concept important al mediului de afaceri actual, mai exact responsabilitatea socială corporativă care joacă un rol esențial în politica de protecție a acționarilor așa cum susțin și autori Martínez-Ferrero, Villaron, & Sánchez, (2016) și Wang et. al. (2021).

Termeni-cheie cuprinși aici sunt *business ethics, environmental performance, integrated reporting, nonfinancial disclosure, stakeholder theory, sustainability*, etc. Clusterul nr. 6 evidențiat prin culoare mov privește instabilitatea financiară și investitori (*compensation, crash risk, fraud, internal control, listed companies*, etc) iar ultimul cluster cuprinde doar trei termeni (Ashwini, 2013; Aragon, Nanda & Zhao, 2020).

În concluzie, protecția intereselor acționarilor joacă un rol important în calitatea contabilității, în dezvoltarea mediului de afaceri, în perioada crizelor economice sau în guvernanta corporativă. Din aceste motive literatura de specialitate abordează această tematică din diferite perspective având în vedere legislația în vigoare și cultura organizațională care diferă de la țară la țară.

Metodologia cercetării

Analizând situația economico-financiară a entității **ACET SA**, pe o perioadă de 16 ani, știind că firma este o societate cu dezvoltare economică perpetua, să se demonstreze că relația de dependență dintre capitalul propriu și cifra de afaceri ca atribut al politicii de protecție a interesului acționarului, este una coerentă și bine reprezentată statistic. Astfel ne propunem următoarele obiective de studiu:

Obiectivul 1: Să se rescrie sub forma unei regresii liniare expresia protecției interesului acționarilor prin cifrele de afaceri utilizând informații privind dinamica indicatorului, și să se determine extesia interesului acționarului prin prisma acumulării de capital.

Obiectivul 2: Să se determine proporția dintre variația variabilei dependente explicată de variația variabilei independente.

Obiectivul 3: Să se verifice ipoteza $\beta = 0$ utilizând calculul probabilității critice unilaterale.

Obiectivul 4: Să se obțină intervalul de încredere, la pragul de semnificație de 5%, pentru coeficientul variabilei independente.

Pentru atingerea obiectivelor am utilizat programul statistic SPSS versiunea 26 prin intermediul căruia am generat funcția econometrică cu rolul de a obține un profil de comportament care poate fi extins la întregul eșalon economico-financiar reprezentat de entitățile din România și nu numai.

Așadar, în cazul, obiectivul 1: *Să se rescrie sub forma unei regresii liniare expresia protecției interesului acționarilor utilizând informații privind dinamica indicatorului de eficiență capitalul propriu și să se determine aportul de eficiență la protecția interesului acționarilor.*

Tabel nr. 1. Coeficienți

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-50998,952	581282,683		-,088	,931	-1297726,313	1195728,410
	CAP	,974	,010	,999	94,269	<,001	,952	,997

Un leu din Venituri aduce o capitalizare de 97% ceea ce exprimă protecția interesului investitorilor la un nivel foarte înalt și o performanță economică ridicată.

Ecuția estimată este:

$$CA = -50998,952 + 0,974CAP \quad (1)$$

Obiectivul 2: Să se determine proporția dintre variația variabilei dependente explicată de variația variabilei independente.

Tabel nr. 2. Modelul Sumar^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,999 ^a	,998	,998	704157,587	,708

a. Predictors: (Constant), CAP

b. Dependent Variable: CA

Valoarea coeficientului de corelație, $R = 0.999$ prezentată în *tabelul nr. 2*, arată dacă există sau nu o corelație între variabilele analizate pe baza modelului liniar. Pentru a interpreta modelul folosim raportul de determinație $R^2 = 0.998$, așadar pentru modelul în cauză, regresia simplă liniară, variația variabilei independente explică 99,8% din variația variabilei dependente.

Obiectivul 3. *Să se verifice ipoteza $\beta = 0$ utilizând calculul probabilității critice unilaterale.*

F – valoarea statisticii F pentru testul caracterizat de:

- $H_0 : \beta = 0$
- H_1 : există cel puțin un coeficient β diferit de zero.

Acest test se referă la ansamblul variabilelor independente (este de remarcat că H_0 nu se extinde și asupra termenului liber). Datorită înțeleșului ipotezei nule, se consideră că prin acest test se verifică semnificația întregii regresii.

Tabel nr. 3. ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4406340730962863,000	1	4406340730962863,000	8886,656	<,001 ^b
	Residual	6941730706447,168	14	495837907603,369		
	Total	4413282461669310,000	15			

a. Dependent Variable: CA

b. Predictors: (Constant), V

Valoarea coeficientul Fisher este 8886,656 . Din *tabelul nr. 3*, valoarea Sig. pentru testul F este mai mică decât 0.05, adică modelul construit explică dependența dintre variabile printr-o legătură liniară, care este considerată semnificativă.

Obiectivul 4. *Să se obțină intervalul de încredere, la pragul de semnificație de 5%, pentru coeficientul variabilei independente* este atins prin elaborarea următorului tabel.

Tabel nr. 4. Statistici reziduale^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	19942112,00	83386752,00	52172672,38	17139312,960	16
Std. Predicted Value	-1,881	1,821	,000	1,000	16
Standard Error of Predicted Value	176044,891	384558,531	239963,819	68485,359	16
Adjusted Predicted Value	19928282,00	83481840,00	52154159,45	17131982,884	16
Residual	-1561278,750	1012639,938	,000	680280,859	16
Std. Residual	-2,217	1,438	,000	,966	16
Stud. Residual	-2,293	1,610	,012	1,021	16
Deleted Residual	-1670251,125	1268958,250	18512,924	761075,755	16
Stud. Deleted Residual	-2,797	1,718	-,019	1,126	16
Mahal. Distance	,000	3,536	,937	1,143	16
Cook's Distance	,001	,328	,059	,090	16
Centered Leverage Value	,000	,236	,062	,076	16

a. Dependent Variable: CA

Tabelul nr. 4 ne prezintă informații despre reziduu, iar valorile minime și maxime ale rezidului sunt cele mai importante. Valoarea cea mai mică a rezidului, -1561278,750, iar valoarea cea mai mare este 1012639,9.

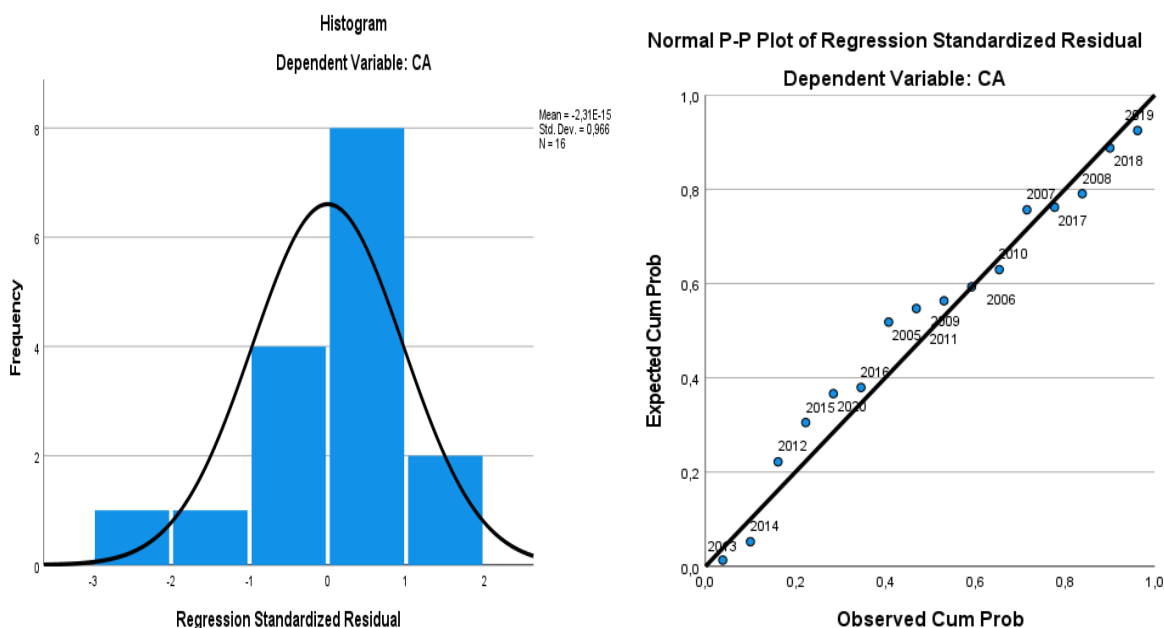


Figura nr. 2. Reprezentarea statistică a modelului econometric

Figura nr. 2 redă histograma modelului care este un echivalent al graficului tabelului de frecvență și trebuie să urmeze o distribuție normală. Valoarea medie este de $-2,31E-15$ și deviația standard de $0,966$. Diagrama P-P Plot vizualizează diferențele dintre o distribuție empirică și anume evoluția reziduală și distribuție teoretică specifică reprezentând dreapta lui Henry. Această diagramă ne arată că sunt atinse obiectivele cercetării noastre.

Rezultate și discuții

Societatea **ACET SA** din județul SUCEAVA, CUI 713519, a fost înființată în anul 1998 și are ca obiect principal de activitate codul CAEN 3600 - captarea tratarea și distribuția apei. Societatea are 11 puncte de lucru în mai mult de 3 localități diferite. Din situația economico-financiară a societății putem observa că această s-a dezvoltat constant prin adoptarea unei strategii de creștere economică și sustenabilitate.

La nivelul seriei de date în medie evoluția cifrei de afaceri a fost aproximativ constant crescătoare, având o scădere mică în anul 2009 și 2016 dar și-a revenit în anii următori. Ecuație de previziune este $y=4E+06x+4E+07$, cu un nivel de semnificație a dreptei de trend de 96,51%. De asemenea și evoluția veniturilor firmei a înregistrat creșteri constante din anul 2005 până în 2020 ajungând la 85.633.320 lei în ciuda contextului pandemiei. Perioada 2016-2017 prezintă o ușoară instabilitate. Ecuația de previziune este $y=4E+06x+2E+07$, cu un nivel de semnificație a dreptei de trend de 96,62% care se poate observa în figura nr. 3.

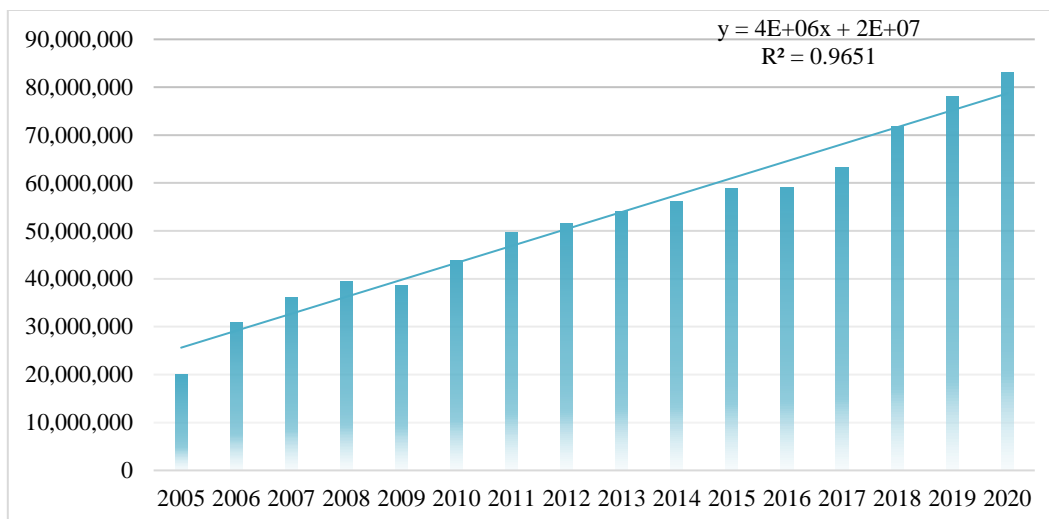


Figura nr. 3. Evoluția cifrei de afacerii
 Sursă: Elaborare proprie

Cel mai bun randament calculat ca raport între profitul brut și cifra de afaceri a fost înregistrat în anul 2015 respectiv de 10,01% sub impactul mai multor factori cum ar fi, implementarea proiectului de extindere și reabilitare a rețelelor de apă care beneficiază de finanțare europeană de aproape 90 de milioane de euro. Exceptând valoarea din anul 2005 cel mai scăzut randament este înregistrat în anul 2007. De remarcat este faptul că până în anul 2015 randamentul firmei analizate prezintă un trend oscilant iar după punctul de maxim din acest an înregistrează o scădere a acestuia până în prezent. Acest lucru afectează atragerea de noi investitori. (vezi figura nr. 4)

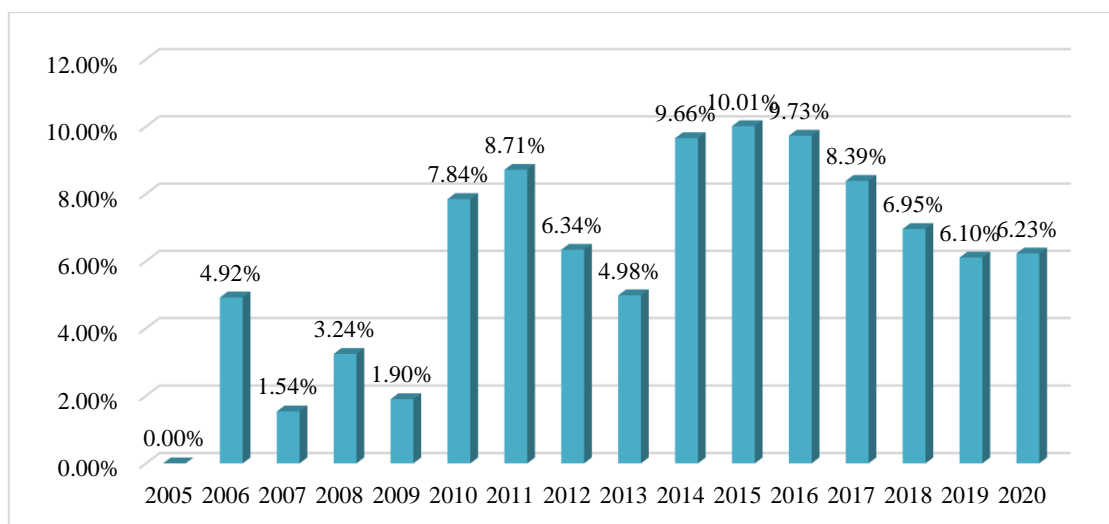


Figura nr. 4. Randamentul firmei
 Sursă: Elaborare proprie

În vederea definirii imaginii firmei analizate am prezentat în figura nr. 4 o analiză a SC ACET SA care pune în evidență modul în care aceasta a făcut față provocărilor din mediul economic actual.

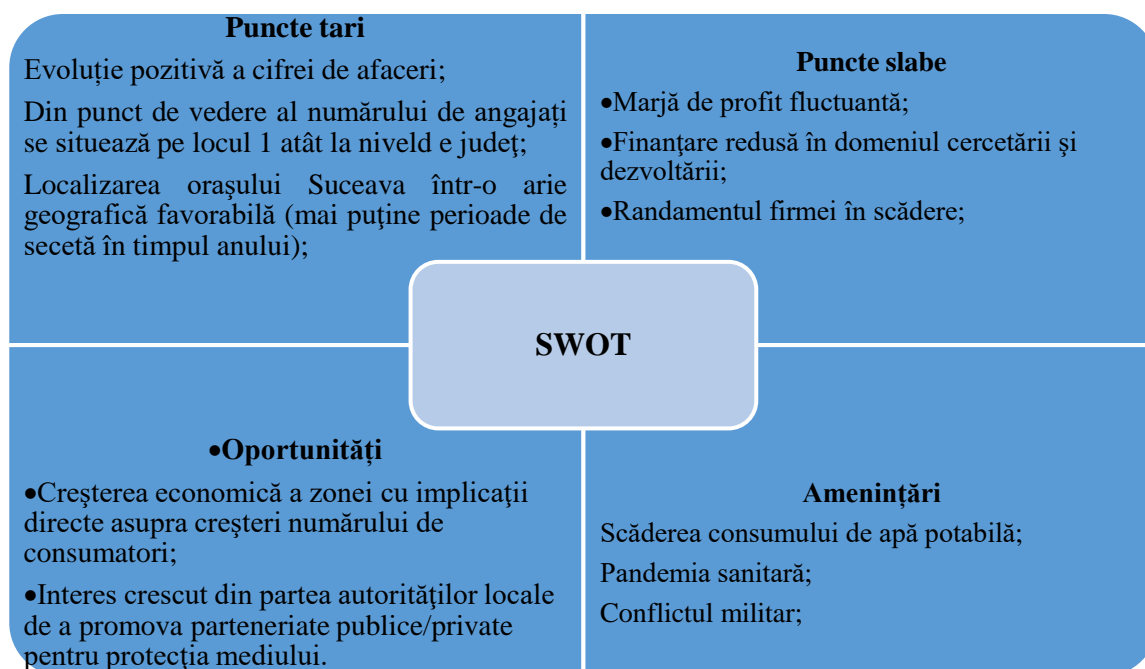


Figura nr. 5. Analiza SWOT a firmei ACET SA

Sursă: Elaborare proprie

Așadar, firma analizată a făcut față provocărilor pandemiei sanitare care a afectat mediul de afaceri actual. Mai mult decât atât protejarea intereselor acționarilor este parte integrantă a strategiei de dezvoltare a firmei prin asigurarea nivelului de eficiență minimal pentru desfășurarea procesului economic în condițiile economice actuale.

Concluzii

Modelul propus arată faptul că protejarea interesului acționarilor este sustenabilă dacă și numai dacă dimensiunea acumulării capitalului ca urmare a procesului economic depășește pragul minimal determinat de 90% concomitent cu reducerea gradului de îndatorare și încorporarea componentei de cercetare-dezvoltare în produsele companiei. Apreciem că pentru implementarea metodei este adecvată strategia de corectare a vulnerabilităților de piață concomitent cu reducerea raportului capital împrumutat/capital propriu.

În condiții economice actuale definite de criza sanitară, criza politică și militară este foarte important asigurarea protejării intereselor investitorilor pentru desfășurarea optimă a afacerilor. Astfel, prezentul studiu definește matematic modelul econometric de protejare a intereselor investitorilor evidențind una din caracteristicile sustenabile ale acestuia, respectiv asigurarea nivelului de eficiență minimal pentru desfășurarea procesului economic.

Bibliografie

1. Zhu, W, Yang, J, Lv, H., Zhuang, M. (2021). Pandemic Uncertainty and Socially Responsible Investments. *Front. Public Health* 9:661482. doi: 10.3389/fpubh.2021.661482
2. Ali, H., Amin, H.M.G., Mostafa, D., Mohamed, E.K.A. (2022), Earnings management and investor protection during the COVID-19 pandemic: evidence from G-12 countries, *Managerial Auditing Journal*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2021-3232>
3. Chu, C-C., Tsai, S-B., Chen, Y., Li X., Zhai Y., Chen Q., Jing Z., Ju Z-Z., Li B. (2017). An Empirical Study on the Relationship between Investor Protection, Government Behavior, and Financial Development, *Sustainability* 9, no. 12: 2199. <https://doi.org/10.3390/su9122199>

4. Ene, C., Voica, MC. (2021). Investors protection on the Romanian capital market. In eds. Chivu, L., Ioan Franc V., Georgescu, G., Andrei, JV., *Harnessing tangible and intangible assets in the context of european integration and globalization: challenges ahead*, VOL I-II, 6th International Conference on Economic Scientific Research - Theoretical, Empirical and Practical Approaches (ESPERA), 10-11 Octombrie 2019, București, România, pp. 721-732.
5. Dima, B., Dima, S.M., Nachescu, M-L. (2018), Does IFRSs adoption contribute to the protection of minority investors?, *Audit Financiar*, vol. XVI, nr. 4(152), pp. 584-598, DOI: 10.20869/AUDITF/2018/152/026
6. Khairul, A K., Akmalia, M. A., Aziz, J. (2020). Investor protection, cross-listing and accounting quality, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 16, Nr. 1, <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100179>
7. Svetlana, M., Tanasă (Brînzaru), S.-M., Grosu, V., Timofte (Coca), C. (2020). Integrated Reporting – An Influencing Factor on the Solvency and Liquidity of a Company and Its Role in the Managerial Decision-Making Process. In: Xu J., Duca G., Ahmed S., García Márquez F., Hajjiev A. (eds) *Proceedings of the Fourteenth International Conference on Management Science and Engineering Management*. ICMSEM 2020. Advances in Intelligent Systems and Computing, vol 1190. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-49829-0_58
8. Persakis, A., Iatridis, G. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 41, pp. 73-101. 10.1016/j.intfin.2015.12.006
9. Lye, C.-T., Hooy, C.-W. (2021), Investor protection, corporate governance and private information-based trading, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 38 Nr. 4, pp. 712-747. <https://doi.org/10.1108/SEF-10-2019-0401>
10. Martínez-Ferrero, J., Villaron, O., Sánchez, I. (2016). Can Investors Identify Managerial Discretion in Corporate Social Responsibility Practices? The Moderate Role of Investor Protection. *Australian Accounting Review*, Vol. 27. DOI:10.1111/auar.12138
11. Wang, K.T., Kartika, F., Wang, W.W., Luo, G. (2021). Corporate social responsibility, investor protection, and the cost of equity: Evidence from East Asia, *Emerging Markets Review*, Vol. 47, <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100801>
12. Ashwini K. A. (2013). The impact of investor protection law on corporate policy and performance: Evidence from the blue sky laws, *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, Nr. 2, pp. 417-435, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.019>
13. Aragon, G.O., Nanda, V.K., Zhao, H. (2020). Investor Protection and Capital Fragility: Evidence from Hedge Funds Around the World, *Review of Financial Studies*, Vol. 34, Nr. 3, pp. 1368-1407, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3207064>