
Intercon- diționări ale governanței corporative cu performanța financiară

Prof. univ. dr. Tatiana DĂNESCU,
Universitatea de Medicină, Farmacie,
Științe și Tehnologie „George Emil Palade”
din Târgu Mureș, România,
e-mail: tatiana.danescu@umfst.ro

Drd. Maria-Alexandra POPA,
Universitatea „1 Decembrie 1918”
din Alba Iulia, România,
e-mail: maria.alexandra.popa@uab.ro

Rezumat

Contextul economic actual, dar și cercetări anterioare, reliefează importanța governanței corporative asupra performanței financiare așteptată de companii. De aceea, studiul privind practicile actuale din domeniul governanței corporative, impactul pe care acesta îl are asupra rezultatelor companiilor, dar și invers – identificarea dacă performanța financiară realizată își pune amprenta asupra gradului de conformitate cu cerințele stabilite pentru o bună guvernare a companiilor – constituie un demers reprezentativ în deschiderea de noi priorități pentru interesele companiilor. Acesta constituie obiectivul prezentei cercetări în care, aplicând metode de cercetare cantitative, au fost testate ipoteze care să demonstreze intercon condiționarea dintre guvernarea corporativă și performanța financiară a companiilor pe piața de capital din România.

Cuvinte-cheie: economii emergente; conformitatea guvernanței corporative; Codul de Guvernare Corporativă; performanța financiară; Bursa de Valori București

Clasificare JEL: G34, M40, M42

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Dănescu, T., Popa, M. A., (2020), The Inter-conditioning between Corporate Governance and Financial Performance, *Audit Financiar*, vol. XVIII, no. 3(159)/2020, pp. 578-584, DOI: 10.20869/AUDITF/2020/159/021

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2020/159/021>

Data primirii articolului: 13.04.2020

Data revizuirii: 16.04.2020

Data acceptării: 26.06.2020

1. Introducere

Scandalurile financiare din ultimele decenii, așteptările tot mai sofisticate în privința performanței globale măsurabile cantitativ, dar și calitativ au dus la noi modalități de guvernare a companiilor. Dovezi în acest sens ne furnizează evoluția reglementărilor cu privire la guvernanta corporativă, dar și progresele remarcabile în cercetare înregistrate din acest punct de vedere. Organizația pentru Cooperare Economică (OCDE) a elaborat principiile de guvernanta corporativă, iar în SUA, în anul 2002, s-a introdus legea Sarbanes-Oxley Act (SOX).

Cercetări multiple au instrumentat eficiența reglementărilor referitoare la guvernanta corporativă. Unii cercetători au studiat relația dintre guvernanta corporativă și performanța financiară. Bhagat & Bolton, în anul 2009, au studiat această relație pentru perioada ante și post adoptare a legii SOX, pentru un eșantion de companii din SUA, demonstrând existența unei influențe pozitive între independența consiliului de administrație și performanța financiară după adoptarea legii SOX. De asemenea, au descoperit că există o relație pozitivă semnificativă între indicatorul de performanță financiară exprimat prin rentabilitatea activelor (ROA) și indexul de guvernanta corporativă (G-index) după implementarea legii SOX. Relația pozitivă dintre indicatorii de performanță financiară și cei de guvernanta corporativă este demonstrată și de cercetătorii Orazalin & Mahmood (2018), Mishra & Mohanty (2018), Wessels et al. (2017), Chen & Chen (2011), Cremes & Nair (2005) ș.a.

În alte studii efectuate în țări dezvoltate, s-a prezentat relația dintre o structură puternică a consiliului de administrație și gradul ridicat de conformare la cerințele codurilor de guvernanta corporativă de către cercetători precum Zhang & Erasmus (2016); Switzer (2007); Boone et al. (2007); Gillen et al. (2007). Mai mult decât atât, astăzi, companiile puternice dezvăluie publicului atât raportări financiare, cât și raportări nefinanciare, al căror scop este creșterea, deopotrivă, a transparenței raportării și a credibilității (Marinescu, 2020).

Totuși, economiile de tranziție și cele emergente reprezintă un vast areal de cercetare în această temă, datorită particularităților acestor tipuri de economii (Svejnar, 2002). Mai mult, Svejnar este de părere că în economiile emergente se înregistrează particularități ale guvernantei care pot influența factorii de decizie. Studii pe această temă s-au efectuat pe economii emergente

ale Asiei (China, India) și ale Europei Centrale și de Est. România, țară cu economie emergentă, se confruntă cu diverse probleme de guvernare a companiilor cu efecte atât în mediul public, cât și în mediul privat. Bursa de Valori București (BVB) a elaborat, de-a lungul timpului, mai multe versiuni ale Codului de Guvernanta Corporativă. În anul 2015, BVB a elaborat Noul Cod de Guvernanta Corporativă (Codul), aplicabil tuturor companiilor cotate pe piața românească de capital pe segmentul Principal, începând cu luna ianuarie a anului 2016. Codul cuprinde 41 de cerințe de guvernanta corporativă. Scopul acestuia este crearea unei piețe de capital atractive pentru investitorii străini prin sporirea transparenței și încrederii în companii cu ajutorul unei bune guvernante corporative.

Studii anterioare efectuate pe companii din România indică existența unei relații de dependență între guvernanta corporativă și performanța financiară (Dănescu & Popa, 2019; Avram et al., 2017; Spătăcean et al., 2017; Dănescu, T. et al., 2015; Lupu & Nichitean, 2011).

2. Date și metodologie

Plecând de la demonstrațiile anterioare efectuate în ceea ce privește influența guvernantei asupra performanței financiare, în contextul economic actual, considerăm relevantă dezvoltarea de noi cercetări care să evidențieze alte aspecte reprezentative. Am particularizat această cercetare de punere în valoare a rolului Codului asupra performanței financiare pentru companiile listate pe Bursa de Valori București.

Am fundamentat cercetarea pe ipoteza conform căreia asigurarea conformității companiilor cu cerințele din Codul de Guvernanta Corporativă influențează pozitiv performanța financiară, în cazul societăților cotate pe BVB, și invers.

Pentru a testa ipoteza cu ajutorul modelelor econometrice, am utilizat date cantitative publicate de companii în perioada de la cotare pe BVB (ln_age), dar și indicatori financiari anuali (total active, total datorii, total capitaluri proprii) pe baza cărora am calculat rata de rentabilitate a activelor (ROA) și raportul dintre datorii și capitaluri proprii (DE_ratio). De asemenea, cu ajutorul datelor calitative publicate în Declarațiile de guvernanta corporativă, am calculat gradul de conformitate al companiilor (CGDI) cu cerințele din Codul de

Guvernanță Corporativă emis de BVB în anul 2015, cu incidență din anul 2016. Datele au fost preluate din baza de date a BVB, precum și de pe site-urile companiilor analizate și sunt exprimate atât în valori

absolute, cât și în valori relative. Am utilizat logaritm natural din datele numerice pentru evitarea fenomenului de heteroscedasticitate. În Tabelul nr. 1 prezentăm statistica descriptivă a datelor utilizate.

Tabelul nr.1. Statistică descriptivă						
	Media	Mediana	Abaterea standard	Max	Min	N
ROA	0,06085	0,0438	0,0703	0,337	1,3E-10	67
CGDI	0,61744	0,6	0,2421	1	0	67
DE_ratio	0,9961	0,3958	1,8763	9,864	0	67
Ln_Age	2,8726	3,091	0,4677	3,219	0,6931	67

Sursa: Calculul și proiecția autorilor; prelucrarea datelor s-a efectuat cu ajutorul programului Eviews.

Pentru rentabilitatea activelor (ROA), utilizăm un indicator de performanță financiară prin care profitul net este raportat la totalul activelor unei companii într-un exercițiu financiar. Acest indicator ne arată cât de eficient sunt utilizate activele unei companii în scopul obținerii de profit.

Raportul Datorii / Capitaluri proprii, des utilizat în finanțe corporative, indică gradul în care o companie își finanțează operațiunile economice prin datorii. Acest indicator indică posibilitatea companiilor de a-și acoperi datoriile restante din averea proprie în cazul desfășurării unor evenimente nefavorabile.

Gradul de conformitate cu cerințele din Codul de Guvernanță Corporativă este determinat matematic conform cercetărilor anterioare (Dănescu & Popa, 2019). Acesta indică dacă guvernanța corporativă a companiilor analizate îndeplinește punctual 40, respectiv 41 de cerințe ale Codului de Guvernanță Corporativă (CGC) elaborat de către Bursa de Valori București. Pentru calcularea gradului de conformitate cu Codul de Guvernanță Corporativă, am atribuit un grad de importanță fiecărei cerințe a Codului. Pe seama răspunsurilor companiilor la aceste cerințe, regăsite în declarațiile de guvernanță corporativă (Declarația „Aplici sau explici”), am atribuit un scor fiecărei cerințe (1 atunci când cerința este îndeplinită total; 0.5 atunci când cerința este îndeplinită parțial și 0 atunci când cerința este neîndeplinită) și am determinat gradul de conformitate după formula (1):

$$CGDI_m = \sum(s_{im} * w_i) \quad (1)$$

Unde:

- s_{im} este scorul atribuit fiecărei cerințe i a Codului (îmbracă valorile 0; 0.5 sau 1) pentru compania m în anul 2018;

- w_i este importanța atribuită cerinței i .

În studiu am inclus toate companiile cotate pe piața românească de capital care tranzacționează acțiuni pe segmentul Principal, indiferent de categoria din care acestea fac parte. Din eșantion am exclus companiile a căror tranzacție este suspendată sau care se află în proceduri de insolvență. Astfel, eșantionul nostru este format dintr-un număr de 67 companii de diferite mărimi. Studiul nostru vizează analiza conformității guvernantei corporative cu cerințele din Cod a fiecărei companii și influența acesteia asupra performanței financiare (ROA). Am studiat acest fenomen aferent anului 2018, pentru datele publicate în situațiile financiare din anul 2019.

Am utilizat metoda celor mai mici pătrate (Ordinary Least Squares – OLS) pentru determinarea influenței gradului de conformitate cu Codul asupra performanței financiare exprimată prin ROA. Pornind de la ipoteza că există o legătură pozitivă reciprocă între indicatorii de performanță financiară și gradul de conformitate al guvernantei corporative (asumată anterior și de alți cercetători, i.e. Kanduki et al., 2015), am testat atât influența conformității asupra performanței financiare, cât și relația inversă – adică influența performanței financiare asupra conformității cu cerințele din Cod – pe baza a două ecuații. Prima ecuație investighează influența gradului de conformitate cu cerințele din Cod asupra performanței financiare exprimată prin ROA, iar cea de-a doua investighează influența performanței financiare (ROA) asupra gradului de conformitate (CGDI):

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CGDI_i + \beta_2 DE_ratio_i + \beta_3 ln_age_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$CGDI_i = \beta_0 + \beta_1 ROA_i + \beta_2 DE_ratio_i + \beta_3 ln_age_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Pentru acuratețea rezultatelor, am inclus în studiu variabile de control, precum levierul financiar și vechimea listării companiilor studiate pe BVB.

3. Rezultate și discuții

În studiu am inclus variabile de control (de mărime sau de vechime pe piața de capital), așteptându-ne să identificăm o influență pozitivă între vechimea companiei pe BVB și gradul de conformitate cu cerințele din Cod (datorită experienței dobândite de-a lungul perioadei de listare) și o influență statistică nesemnificativă (pozitivă sau negativă) între gradul de conformitate al guvernantei

corporative și levierul financiar (deoarece nu considerăm că o companie care are datorii mari nu va înregistra un grad înalt de conformitate cu Codul). Aceste așteptări au fost confirmate prin efectuarea testului de corelație a variabilelor și prin stabilirea coeficienților Pearson (conform Tabelului nr. 2).

Între performanța financiară exprimată prin rentabilitatea activelor și gradul de conformitate cu cerințele din Cod observăm o corelație pozitivă de intensitate scăzută. Pe de o parte, identificăm o corelație negativă între rentabilitatea activelor și levierul financiar. Pe de altă parte, contrar așteptărilor, s-a determinat o corelație negativă între ROA și vechimea pe piața de capital a companiilor analizate.

Tabelul nr. 2. Matricea de corelație a variabilelor

	ROA	CGCDI	DE_ratio	Ln_age
ROA	1			
CGCDI	0,2489	1		
DE_ratio	-0,2272	0,1628	1	
Ln_age	-0,2062	-0,1335	0,0324	1

Sursa: Calculul și proiecția autorilor; prelucrarea datelor s-a efectuat în programul Eviews

Utilizând testul Durbin-Watson, am testat autocorelația variabilelor cu ajutorul regresiei. Valoarea testului este 1.87, respectiv 1.86, ceea ce înseamnă că variabilele nu sunt autocorelate între ele. Pentru a evita fenomenul de heteroscedasticitate, am decis logaritizarea datelor. De asemenea, din același considerent, am efectuat testul

Breusch-Pagan-Godfrey pentru cele două modele testate cu ajutorul ecuațiilor 2 și 3. Pragul de semnificație a depășit nivelul acceptat de 0.05, ceea ce înseamnă că ipoteza nulă a testului Breusch-Pagan-Godfrey se acceptă, respingându-se ipoteza alternativă de heteroscedasticitate (Tabelul nr. 3).

Tabelul nr. 3. Rezultatele cercetării

Variabila	ROA			Variabila	CGCDI		
	Coeficient	Abaterea standard	Testul t		Coeficient	Abaterea standard	Testul t
Constanta	0.0919	0.0575	1,5971	Constanta	0.6508***	0.1902	3,4204
CGCDI	0.0786**	0.0343	2,2913	ROA	0.9782**	0.4269	2,2913
DE_ratio	-0.0099**	0.0043	-2,2707	DE_ratio	0.0297*	0.0156	1,8945
Ln_age	-0.0242	0.0175	-1,3842	Ln_age	-0.0426	0.0625	-0,6812
Testul F	0.0109			Testul F	0.0448		
R ²	0.1611			R ²	0.1218		
Testul Durbin-Watson	1.8761			Testul Durbin-Watson	1.8636		
Testul Breusch-Pagan-Godfrey	0.7264			Testul Breusch-Pagan-Godfrey	0.1221		
N	67			N	67		

Sursa: Calculul și proiecția autorilor; prelucrarea datelor s-a efectuat în programul Eviews

Coeficientul de determinare (R^2), specific analizei regresive, măsoară procentul variației variabilelor

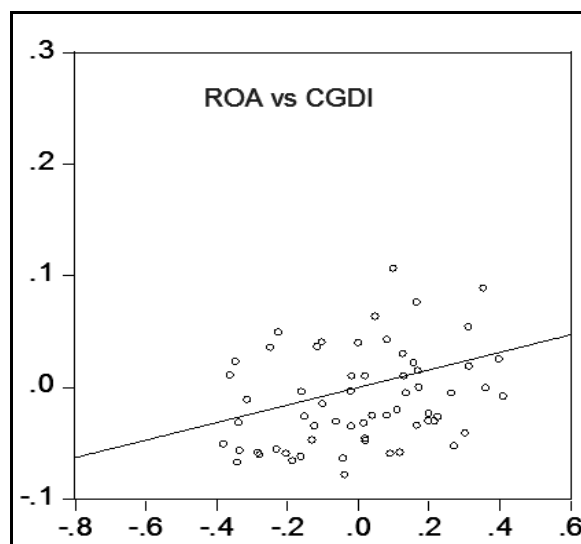
independente în funcție de abaterea variabilei dependente. Testul F ne arată că ecuațiile sunt

semnificative din punct de vedere statistic deoarece valoarea acestuia este sub pragul de semnificație stabilit de 0.05.

Prin testarea ecuației 2, observăm gradul de conformitate cu cerințele din Cod care are un impact pozitiv semnificativ statistic asupra performanței financiare exprimată prin indicatorul ROA, cu un

coeficient de 0.0786. Reprezentarea grafică a acestei ecuații este transpusă în **Figura nr. 1**. De asemenea, observăm o influență negativă semnificativ statistică a levierului financiar asupra performanței financiare. Deși influența vechimii pe piața de capital a companiilor asupra ROA este negativă, rezultatul nu este semnificativ statistic.

Figura nr. 1. Reprezentarea grafică a ROA în funcție de CGDI



Sursa: Proiecția autorilor cu ajutorul programului EViews

Rezultatele sunt similare cu cele obținute de Kandukuri et al. (2015), chiar dacă aceștia au calculat gradul de conformitate prin metoda scoring. Acești autori au testat influența gradului de conformitate cu cerințele din Cod asupra indicatorului Tobin Q, un alt indicator important luat în evidență atunci când evaluăm o companie, fiind calculat ca raport între valoarea de piață a companiei și valoarea intrinsecă a acesteia.

Testând ecuația 3, observăm că rezultatele obținute sunt semnificative din punct de vedere statistic. Identificăm o influență pozitivă semnificativă a performanței financiare asupra gradului de conformitate cu cerințele din Cod. Așadar, companiile care înregistrează o performanță financiară mai ridicată tind să înregistreze și un grad mai ridicat de conformitate a guvernancei corporative cu cerințele din Codul elaborat de BVB. Levierul financiar influențează pozitiv gradul de conformitate. Totuși, chiar dacă statistic rezultatul este semnificativ, nu putem afirma că acesta are valoare economică solidă.

4. CONCLUZII

Bursa de Valori București se ghidează după principiul „Aplici sau explici”, solicitând companiilor cotate pe piața de capital să întocmească o declarație de guvernare corporativă care să răspundă tuturor cerințelor și recomandărilor Codului. Prin intermediul acestei declarații se transmit informații importante privind guvernarea corporativă a unei companii listate. În cercetarea noastră am utilizat răspunsurile companiilor listate pe BVB în anul 2018 din declarația de guvernare corporativă, pentru determinarea unui grad de conformitate cu cerințele din Cod. Mai mult, am urmărit influența acestui grad de conformitate asupra indicatorului de performanță financiară ROA, dar și influența ROA asupra gradului de conformitate.

În acest studiu am identificat o legătură pozitivă între indicatorul ROA și gradul de conformitate a guvernancei corporative pentru companiile listate pe BVB în anul

2018. De asemenea, am identificat o legătură negativă moderată ca intensitate între indicatorul ROA și levierul financiar. Nu am observat nicio legătură semnificativă între performanța financiară și vechimea listării companiilor pe BVB, precum nici între gradul de conformitate cu cerințele din Cod și vechimea listării.

Rezultatele acestei cercetări aplicate pe piața de capital din România sunt similare cu cele ale altor cercetări anterioare aplicate pe alte piețe de capital. Limitele cercetării noastre se rezumă, în principal, la includerea în studiu a unui număr redus de variabile. Ne propunem dezvoltarea cercetării pe piețe de capital internaționale, efectuând o comparație între mai multe piețe de capital

ale Europei, precum și extinderea bazei de date existente pe mai mulți ani și aplicarea unor modele econometrice specifice pentru observarea fenomenelor în timp și spațiu.

Mulțumiri

Acest studiu este sprijinit de programul „Dezvoltarea învățământului terțiar universitar în sprijinul creșterii economice” – PROGRESSIO, cod proiect POCU/380/6/13/125040, proiect cofinanțat din Fondul Social European prin Programul Operațional Capital Uman 2014-2020.

BIBLIOGRAFIE

1. Avram, R.L.; Buglea, A. & Avram, A. (2017). The impact of corporate governance on the company's performance. *Proceedings of „32nd International Academic Conference”*, Geneva., 29-47. <http://dx.doi.org/10.20472/IAC.2017.032.005>.
2. Bhagat, S., & Bolton, B. J. (2009). Sarbanes-Oxley, Governance and Performance. *SSRN Electronic Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1361815>.
3. Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), pp. 66–101. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>.
4. Chen, D. P., & Chen, Y. S. (2011). Research on relationship among ownership concentration, ownership balance and corporate performance: An empirical examination of listed companies on the SME board from 2007 to 2009. *Accounting Research*, 1, pp. 38-43.
5. Cremers, M.J. & Nair, V.B. (2005). Governance Mechanism and Equity Prices. *The Journal of Finance*, vol. 60, Issue 6, pp. 2859-2894. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00819.x>.
6. Dănescu, T. & Popa, M.A., (2019). Investigations Regarding the Influence of Corporate Governance on Financial Performance. Empirical Study on Banks Listed on the Romanian Capital Market. *Acta Marisiensis. Seria Oeconomica*, vol. 13, nr.1, 2019, pp. 35-42. <http://dx.doi.org/10.2478/amso-2019-0004>.
7. Dănescu, T. Prozan, M. & Prozan, R.D. (2015). The valances of the internal audit in relationship with the internal control – corporate governance. *Procedia Economics and Finance*, WOS: 000381990300138, pp. 960-966.
8. Gillan, S.L., Hartzell, J.C. & Starks, L.T. (2003). Explaining corporate governance: Boards, bylaws, and charter provisions, *University of Otago Department of Finance Seminar Series*.
9. Kandukuri, R. L., Memdani, L., & Raja Babu, P. (2015). Effect of Corporate Governance on Firm Performance – A Study of Selected Indian Listed Companies. *Overlaps of Private Sector with Public Sector Around the Globe*, pp. 47-64. <http://dx.doi.org/10.1108/s0196-382120150000031010>
10. Lupu, D. & Nichitean, A. (2011). Corporate Governance and Bank Performance in Romanian Banking Sector. *The Annals of the "Stefan cel Mare" University of Suceava*. Fascicle of The Faculty of Economics and Public Administration, vol. 11, issue 1(13), pp. 219-225.
11. Marinescu, A-O. (2020). Adoption of Non-Financial Reporting Practice of the Companies Listed on Bucharest Stock Exchange. *Audit Financiar*, XVIII, Nr. 1(157), pp. 209-218.
12. Mishra, S. & Mohanty, P. (2018). Does Good Corporate Governance Lead to Better Financial Performance? *International Journal of Corporate Governance*, vol. 9, nr. 4, pp. 462-480.

13. Orazalin, N. & Mahmood, M. (2019). The financial crisis as a wake-up call: corporate governance and bank performance in an emerging economy. *Corporate Governance*, Vol. 19, No. 1, pp. 80-101. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2018-0080>.
14. Spătăcean, O. & Ghiorghită, L. (2017). Cercetări empirice privind măsurarea guvernancei corporative prin raportare la infrastructura macro în statele membre. *Studia Universitatis Petru Maior, Series Oeconomica, Fasciculus 1*, pp. 75-98.
15. Svejnar, J. (2002). Transition Economies: Performance and Challenges. *Journal of Economic Perspectives*, 16(1), pp. 3-28. <http://dx.doi.org/10.1257/0895330027058>.
16. Switzer, L. N. (2007). Corporate governance, Sarbanes-Oxley, and small-cap firm performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), pp. 651-666. <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2007.08.001>.
17. Wessels, R.E., Wansbeek, T. & Dam, L. (2017). What is the Relation (If Any) between a Firm's Corporate Governance Arrangements and Its Financial Performance? *Multinational Finance Journal*, Vol. 20, No. 4, pp. 323-354.
18. Zhang, Q., & Erasmus, P. (2016). Study on The Relationship Between Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Chinese Companies Listed on the GEM Board. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 15(2), 27-40. <https://doi.org/10.19030/iber.v15i2.9607>.
19. Bursa de Valori București (2015). Codul de Guvernanță Corporativă, București. https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WEB_revised.pdf
20. <http://www.bvb.ro>