

STUDIU EMPIRIC PRIVIND RELAȚIA DINTRE PERFORMANȚA FINANCIARĂ ȘI PRACTICILE DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ

Autor: Mocanu Florina-Mădălina

Coordonator științific: Prof. univ. dr. Lungu Camelia-Iuliana

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREȘTI

Facultatea de Contabilitate și Informatică de Gestiune

Rezumat: Lucrarea conturează o investigație la nivel microeconomic în ceea ce privește sistemele și caracteristicile de guvernare corporativă din companiile bancare românești. Obiectivul principal îl reprezintă studierea relației dintre performanța financiară și practicile de guvernare corporativă, în scopul determinării tipului de influență pe care acestea din urmă îl exercită asupra rezultatelor financiare ale băncilor. Datele necesare analizei au fost colectate pentru un eșantion de 10 bănci, având ca perioadă de referință intervalul cuprins între 2015 și 2019, și au avut ca sursă rapoartele anuale ale instituțiilor de credit, cele de transparență, și site-urile web ale acestora. S-a recurs, în acest sens, la o analiză de tip cantitativ a datelor, prin construirea unui model econometric, în care variabila dependentă ROE, reprezentând performanța financiară, este regresată în raport cu o serie de mecanisme ale guvernării corporative, identificate în urma revizuirii literaturii de specialitate.

Rezultatele relevă formarea unei legături negative la nivel agregat între practicile de guvernare specifice instituțiilor de credit analizate și performanța financiară, fiind similare și cu cele descoperite de alți cercetători. Acestea pot veni în sprijinul cercetătorilor, ca un viitor punct de reper, dar pot avea și implicații practice pentru membrii Consiliilor de Administrație/Supraveghere ale companiilor.

Cuvinte-cheie: guvernare corporativă, performanță financiară, sectorul bancar, influență, practici.

Abstract: *The paper emerges an investigation at microeconomic level in terms of systems and characteristics of corporate governance in Romanian banks. The main objective is the study of the relationships between financial performance and corporate governance practices, in order to determine the type of the influence which the latter is exerting on financial results of banks. Data was collected for 10 banks, for the period 2015-2019 from annual reports, transparency reports and the banks websites. In this respect, it was made a quantitative analysis, by development an econometric model in which dependent variable represented by ROE is regressed with a set of corporate governance mechanisms, identified as a result of literature review.*

The findings highlight a negative contribution on corporate governance practices of banks to financial performance, these results being similar with others. These can stand as a tool for researchers, but also can have practical implications for members of the Board of directors.

Keywords: corporate governance, financial performance, banking sector, influence, practices.

Introducere

Într-un mediu de afaceri atât de volatil, necesitatea ca structurile de conducere ale companiilor să fie capabile să facă față tuturor provocărilor, și, mai mult decât atât, să creeze valoare pentru toate părțile interesate, crește de la un moment la altul. Schimbările accelerate în rândul factorilor politici, economici, tehnologici și, mai nou, sociali, determină luarea deciziilor considerate a fi cele mai bune pentru continuarea activității, iar, în acest context, practicile de guvernare corporativă abordate de companii vor face delimitarea între cele performante și cele

mai puțin performante. Din acest punct de vedere, se consideră că guvernanta corporativă reprezintă o filosofie de continuitate a activității, pentru majoritatea companiilor.

Sectorul financiar, fiind una dintre pietrele de temelie ale economiei, necesită o mai mare atenție din punctul de vedere al organizării guvernantei corporative, date fiind și eșecurile sau scandalurile de fraudă în care au fost implicate mari bănci precum Enron, Lehman Brothers, Goldman Sachs sau Wells Fargo. Astfel, se pune problema măsurării calității guvernantei corporative la nivelul acestor companii, despre care se afirmă că reprezintă ansamblul factorilor privind structura de conducere, precum dimensiunea Consiliului de Administrație/Supraveghere, dualitatea Președintelui Consiliului – Director general, ponderea membrilor independenți, la care se adaugă și aspecte calitative, precum competențele și expertiza directoratului, diversitatea culturală și de gen, dar și aspecte compensatorii, ca, de exemplu, remunerarea conducerii¹. Toți acești parametri contribuie, într-o măsură sau alta, la rezultatele financiare ale companiei și, implicit, la atingerea obiectivului de performanță.

Astfel, această lucrare se orientează spre investigarea la nivel microeconomic a sistemelor și mecanismelor de guvernanta corporativă din companiile bancare românești. Obiectivul principal îl reprezintă studiarea relației dintre performanța financiară și practicile de guvernanta corporativă, în scopul determinării tipului de influență pe care acestea din urmă îl exercită asupra rezultatelor financiare ale băncilor. Eșantionul analizat este format din 10 instituții de credit din România, observate pe o perioadă de 5 ani, între 2015 și 2019, totalizând un număr de 50 de observații. Procesul de colectare a datelor a avut la bază analiza de conținut și a fost unul preponderent manual, prin utilizarea rapoartelor anuale ale companiilor, a rapoartelor și declarațiilor de guvernanta, a rapoartelor de transparență, precum și a site-urilor web ale acestora. Metoda utilizată în cadrul studiului este analiza cantitativă a datelor, prin construirea unei ecuații multiple de regresie, cu luarea în considerare a efectelor aleatoare asupra seriei de date crossecționale.

S-a constatat că practicile de guvernanta corporativă exercită o influență negativă asupra performanței financiare a instituțiilor de credit, rezultatele studiului fiind asemănătoare cu cele existente în literatura de specialitate^{2,3,4}.

Lucrarea își propune să completeze rezultatele existente în literatură în ceea ce privește relația dintre practicile de guvernanta corporativă și performanța financiară și să vină în sprijinul cercetătorilor, ca un viitor punct de reper, dar și ca element de comparație pentru rezultatele obținute.

Studiul este organizat astfel: în prima parte este realizată revizuirea literaturii cu privire la practicile de guvernanta corporativă și reglementarea acestora în companii, extinzând discuția asupra sectorului bancar, cu evidențierea principalelor rezultate ale cercetărilor în domeniu. Cea de-a doua parte a lucrării prezintă metodologia cercetării, cu prezentarea variabilelor utilizate în cadrul modelului, iar cea de-a treia parte include analiza rezultatelor, ce relevă influența practicilor de guvernanta corporativă asupra performanței financiare în cadrul sectorului bancar, și compararea acestora cu rezultatele altor studii. Secțiunea de concluzii prezintă un sumar al etapelor cercetării și a rezultatelor descoperite, identificând totodată limitările studiului, dar și direcții viitoare de cercetare.

¹ Bătae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L., *The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study*, Journal of Cleaner Production, 2021, 1-21.

² Wang, W. K., Lu, W. M., & Lin, Y. L., *Does corporate governance play an important role in BHC performance? Evidence from the U.S.*, 2012, 751-760.

³ Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M., *Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis*, Journal of Banking & Finance, 2012, 3213-3226.

⁴ Nguyen, D. D. L., Hagendorff, J., & Eshraghi, A., *Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements*, Corporate Governance: An International Review, 2015, 112-128.

1. Revizuirea literaturii și ipotezele cercetării

Pe baza revizuirii literaturii de specialitate, au fost identificate principalele practici de guvernanta corporativă cercetate până în prezent. Totodată, sunt identificate și o serie de practici mai puțin abordate, a căror includere în cercetare poate asigura o contribuție importantă pentru literatură.

Concept complex, deopotrivă pentru mediul academic, dar și pentru cel de afaceri, guvernanta corporativă nu are o definiție unanim acceptată, însă se pot ilustra câteva idei importante ce s-au enunțat de-a lungul timpului în literatura de specialitate și de către organisme internaționale ce au efectuat cercetări în domeniu. Una dintre cele mai întâlnite definiții ale acestui concept este cea cuprinsă în Raportul Cadbury⁵, unde se precizează că guvernanta corporativă este „sistemul prin care companiile sunt direcționate și controlate... care conciliază cel mai bine eficiența administrării companiei cu protecția și interesele acționarilor”, în asentiment cu aceasta fiind și cea formulată de către Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD, engl.), ce admite faptul că un bun sistem de guvernanta corporativă ajută la dezvoltarea unui „mediu de încredere, transparent și responsabil” ce sprijină investițiile, stabilitatea financiară și integritatea afacerilor⁶.

Înainte de publicarea Raportului Cadbury în 1992, companiile își asigurau guvernanta în mod propriu, respectând diverse cutume și practici, la care se adăugau cerințe din partea bursei de valori, împreună cu un set de reguli standard prevăzute în legislația privind societățile comerciale. După această perioadă destul de incertă, „era post-Cadbury” impune o serie de măsuri în ceea ce privește structura Consiliului de Administrație și comitetele sale, precum și sistemele de control intern și managementul riscului⁷.

În acord cu literatura de specialitate, prima menționare a conceptului de guvernanta corporativă a avut loc la începutul anilor '70, în contextul unor serii de fraude și abuzuri financiare produse în regiuni dezvoltate din punctul de vedere al fluxului de capital, precum Statele Unite ale Americii sau Regatul Unit. La acel moment, cel mai mediatizat a fost scandalul Watergate, companii private americane fiind descoperite că au finanțat ilegal diverse partide politice⁸. În aceeași manieră, pe parcursul următoarelor două decenii, societăți din Regatul Unit listate la bursă au falimentat la scurt timp una după cealaltă, precum: Guinness – 1986, Polly Peck International – 1989, Maxwell – 1991, The International Trade and Credit Bank – 1991, Barings Futures – 1995, și lista ar putea continua⁹.

Ca reacție la cele întâmplate, guvernele, împreună cu alte organisme din domeniu, au emis legi menite să sancționeze dur aceste practici, companiile fiind nevoite să se conformeze și să adopte politici etice și transparente. Actul normativ considerat a fi cea mai cuprinzătoare reglementare de guvernanta corporativă este Legea Sarbanes-Oxley emisă în anul 2002¹⁰.

Literatura de specialitate arată că, în zona companiilor din domeniul financiar, și, mai cu seamă, în industria bancară, guvernanta corporativă este privită dintr-un alt unghi față de celelalte domenii de activitate. Ne-am putea întreba, desigur, „De ce?”. Băncile sunt firme, de asemenea, cu acționari, consiliu de conducere, salariați, creditori, concurenți, iar acest aspect ne poate face să analizăm o bancă la fel ca pe orice altă companie, indiferent de industrie.

⁵ Cadbury, A., *Cadbury Report (the financial aspects of corporate governance)*, 1992, 15.

⁶ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, 7.

⁷ Abdullah, A., & Page, M. *Corporate governance and corporate performance: UK FTSE 350 companies*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2009, 6.

⁸ Matei, A., Drumașu, C., *Corporate Governance and public sector entities*, 4th World Conference on Business, 2015, 495-504.

⁹ idem

¹⁰ Raithatha, M. & Bapat, V., *Corporate governance compliance practices of indian companies*, Research Journal of Finance and Accounting, 2012, 19-26.

Unele studii sugerează că, datorită naturii activității, practicile de guvernanță corporativă tind să fie aplicate în mod diferit. Se identifică, astfel, ca principale provocări în guvernanța băncilor, schimbările în profilul de risc al acestora, dar și deținerea activelor destinate tranzacționării¹¹. Analizând și alte opinii, se constată că ceea ce face ca practicile de guvernanță să fie diferite sunt tipurile de riscuri cu care se confruntă băncile (de credit, de piață, operațional), dar și asigurarea menținerii unui nivel optim al depozitelor, astfel încât acesta să nu fie afectat de creditarea continuă¹².

Au fost identificate două mari aspecte ce stau la baza unei analize separate a sectorului bancar din punctul de vedere al guvernanței corporative. În primul rând, vorbim despre transparența în publicarea informațiilor, despre care se consideră că este mai scăzută decât în cazul companiilor din sectorul non-financiar, iar mai apoi, de existența unui cadru de reglementare strict, căruia acestea trebuie să se conformeze¹³. Există în literatură și alte puncte de vedere în ceea ce privește paralela dintre practicile de guvernanță din bănci și cele din companiile non-financiare, fiind identificate similitudini între aceste două arii de activitate referitor la influența (pozitivă, negativă sau inexistentă) a mecanismelor de guvernanță asupra performanței entităților¹⁴.

Analizând și perspectivele altor autori, se constată că se impune, într-adevăr, un tratament distinctiv în identificarea influenței practicilor de guvernanță corporativă asupra performanței financiare în cazul băncilor¹⁵. Industria bancară, privită din exterior, reprezintă una dintre componentele critice dintr-o economie: finanțează populația și contribuie la circulația monetară prin sistemele de plăți pe care le deține. Însă pentru îndeplinirea acestor funcții, este necesar ca nucleul fiecărei instituții de credit să fie așezat pe o bază stabilă, formată dintr-un sistem de guvernanță, un sistem de control intern și unul de management al riscului, aliniate la strategia băncii și eficiente.

În cazul instituțiilor de credit, un sistem de guvernanță corporativă neperformant/inadecvat poate conduce la ceea ce, în limba engleză, poartă denumirea de „bank run” (fuga de bancă), desemnând situația în care un număr mare de clienți își lichidează depozitele de teamă că banca nu le poate administra corespunzător, fapt ce îi poate afecta acesteia lichiditățile și chiar declanșa insolvența¹⁶. Bineînțeles, aceste efecte asupra unei bănci din sistem pot reprezenta factori declanșatori ai riscului sistemic, cel mai elocvent exemplu în acest caz fiind criza financiară din perioada 2008-2009¹⁷. Din acest punct de vedere, multiple cercetări au analizat contribuția practicilor de guvernanță corporativă de la acea vreme la declanșarea crizei financiare în bănci, identificând ca principal factor schemele de remunerare ale managerilor, care, pentru a și le însuși, se concentrau doar asupra atingerii obiectivelor pe termen scurt, ignorând urmărirea strategiei companiei¹⁸. În aceeași manieră, a fost descoperit faptul că modul de compensare bazat pe opțiuni al directorilor executivi îi face pe aceștia să manifeste un comportament riscant în deciziile lor, fapt ce a avut un impact negativ asupra obiectivelor și rentabilității băncilor pe termen lung¹⁹.

Pe baza rezultatelor descrise, se pot stabili următoarele ipoteze de lucru în cadrul studiului, și anume:

¹¹ Myers, S., & Raghuram, R., *The paradox of liquidity*, Quarterly Journal of Economics, 1998, 733-771.

¹² Kieff, S. F., & Parades, R. A., *Perspectives on Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2010.

¹³ Levine, R. E., *The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence*, World Bank, 2003, 2.

¹⁴ Praptiningsih, M., *Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia*, Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, 2009, 94-108.

¹⁵ Zulkafli, A. H., & Samad, F. A., *Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Asian Emerging Markets*. Advances in Financial Economics, 2007, 49-74.

¹⁶ Kern, A., *Corporate governance and banking regulation*, (No. 17), 2004.

¹⁷ Bullard, J., Neely, C. J., & Wheelock, D. C., *Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2009, 407.

¹⁸ Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, 2009, 21.

¹⁹ Bebchuk, L., & Spamann, H., *Regulating bankers pay*. Georgetown Law Journal, 2010, 247-28.

H₁: *Practicile de guvernanță corporativă exercită o influență semnificativă asupra performanțelor financiare ale instituțiilor de credit din România;*

H₂: *Remunerarea conducerii exercită o influență pozitivă semnificativă asupra performanței financiare a instituțiilor de credit.*

La nivel internațional, există o serie de ghiduri ce cuprind recomandări referitoare la buna organizare a guvernanței corporative în instituțiile bancare. Unul dintre cele mai importante documente emise în acest sens este Ghidul privind guvernanța internă a băncilor sub Directiva UE nr. 36/2013, apărut în anul 2017, fiind conceput de Autoritatea Bancară Europeană (European Banking Authority – EBA, engl.). Acesta oferă informații privind cadrul de guvernanță, rolul și structura consiliului de administrație, a comitetelor din subordine, dar și a consiliului director, precum și aspecte privind controlul intern și cultura riscului²⁰.

Un alt ghid important este cel publicat în anul 2015 de Banca Reglementelor Internaționale (Bank for International Settlements – BIS, engl.), ce cuprinde un număr de 13 principii și tratează, de asemenea, aspecte precum structura consiliului de administrație, responsabilitățile și competențele deținute de membri, aducând și elemente de noutate referitoare la compensații, transparență în publicarea informațiilor și audit intern²¹.

La nivel național, nu există momentan un document care să ghideze în mod specific guvernanța corporativă a instituțiilor de credit, însă Legea nr. 441/2006 ce modifică și completează Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale cuprinde informații referitoare la sistemele de administrare a companiilor. De asemenea, instituțiile de credit listate pe piața de capital din România (care, la data realizării studiului, erau în număr de patru) au obligativitatea de a se conforma Codului de Guvernanță Corporativă emis de Bursa de Valori București (BVB), prin întocmirea și publicarea anuală a Declarației de conformitate (Declarația „Aplici sau Explici”).

Performanța este, de asemenea, un concept ce capătă numeroase valențe. Literatura de specialitate îi atribuie diferite accepțiuni, precum: creștere, rentabilitate, productivitate sau randament²². Adesea, aceasta este abordată din perspectiva unui indicator de rentabilitate ce are o utilitate deosebită atât pentru management, cât și pentru investitori²³. Indicatorii cel mai frecvent utilizați în cadrul studiilor sunt rata Tobin Q, rata rentabilității financiare (Return on Equity – ROE, engl.), rata rentabilității economice (Return on Assets – ROA, engl.) sau cea a rentabilității comerciale (Return on Sales – ROS, engl.).

În ceea ce privește relația dintre practicile de guvernanță corporativă și performanța financiară, studiile surprind, adesea, influențe pozitive între cele două variabile. Utilizând ca variabile independente indicatori specifici structurii de conducere, este descoperită o influență pozitivă a dimensiunii Consiliului de administrație asupra performanței financiare a marilor companii din Australia²⁴, rezultate asemănătoare regăsindu-se și în cercetări privind influența mecanismelor de guvernanță corporativă asupra performanței financiare, în cazul companiilor producătoare listate pe piața de capital din Nigeria. Autorii ajung la concluzia că dimensiunea consiliului de administrație și mărimea firmei conduc la o creștere a valorii acesteia, măsurată prin indicatorul Tobin Q²⁵. Se desprinde astfel o nouă ipoteză de lucru în cazul studiului:

²⁰ EBA, *Final Report Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*, 2017.

²¹ BIS, *Guidelines Corporate governance principles for banks*, 2015.

²² Colasse, B., *L'analyse financière de l'entreprise*. La Découverte, 1999, 23.

²³ Robu, V., Anghel, I., & Șerban, E.C., *Analiza economico-financiară a firmei*, Editura Economică, 2014, 300.

²⁴ Kiel, G. C., & Nicholson, G. J., *Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*. *Corporate Governance: An International Review*, 2003, 189-205.

²⁵ Babatunde, M. A., & Olaniran, O., *The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria*. *Corporate Ownership & Control*, 2009, 330-344.

H₃: *Dimensiunea Consiliului de administrație exercită o influență pozitivă asupra performanței financiare a instituțiilor de credit.*

Contribuții importante sunt aduse și în studiul privind influența guvernantei corporative asupra performanței financiare a băncilor din România, rezultatele ilustrând un impact negativ al componentelor guvernantei corporative asupra variabilei dependente, măsurată prin intermediul a doi indicatori specifici performanței financiare, ROE și ROA²⁶. Concluzii asemănătoare sunt desprinse și din analiza asupra sectorului bancar din Thailanda. Autorii descoperă o relație negativă la nivel agregat între cele două variabile²⁷. De asemenea, sunt prezentate influențe negative asupra performanței financiare a variabilelor privind guvernanta corporativă pentru un eșantion de 372 bănci din America, analiza desfășurându-se la nivelul anului 2006, anul precedat de izbucnirea crizei financiare²⁸.

În aceeași manieră, pentru un eșantion de 52 de bănci din Asia, a fost studiată relația dintre mecanismele de guvernanta corporativă și performanța financiară a acestora pe parcursul a cinci ani (2003-2007), rezultatele evidențiind influențe negative ale variabilei privind participarea investitorilor străini la capital și ale celei privind separarea conducerii asupra performanței financiare²⁹. Pe baza acestor rezultate se poate formula o nouă ipoteză de lucru:

H₄: *Existența investitorilor străini exercită o influență negativă asupra performanței financiare a instituțiilor de credit.*

În ceea ce privește independența membrilor Consiliului, organisme ce ghidează bunele practici de guvernanta corporativă, la nivelul sectorului bancar, recomandă existența unui număr suficient de membri independenți, necesar pentru a proteja interesele acționarilor³⁰. De asemenea, cercetări în domeniu, ce susțin Teoria Agenției, notează că o prezență cât mai ridicată a membrilor independenți în cadrul Consiliului poate conduce la o mai bună performanță^{31,32}. Cu toate acestea, diverse studii descoperă că un număr ridicat al membrilor independenți influențează negativ performanța financiară a băncilor^{33,34}. S-a formulat astfel următoarea ipoteză:

H₅: *Independența directorilor influențează negativ performanța financiară a instituțiilor de credit.*

În alte studii s-au avut în vedere și variabile calitative pentru explicarea influenței practicilor de guvernanta corporativă asupra performanței financiare a companiilor, prin includerea nivelului de pregătire/expertiză al conducerii printre variabilele explicative. Rezultatele pun în lumină faptul că, atunci când ponderea directorilor cu pregătire financiară este ridicată, companiile din Australia tind să aibă o performanță financiară (cuantificată prin ROE) scăzută³⁵.

²⁶ Dedu, V., & Chitan, G., *The influence of internal corporate governance on bank performance - an empirical analysis for Romania*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2013, 1114-1123.

²⁷ Pathan, S., Skully, M., & Wickramanayake, J., *Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks*, Asia-Pacific Financial Markets, 2007, 211-227.

²⁸ Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M., *Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis*, Journal of Banking & Finance, 2012, 3213-3226.

²⁹ Praptiningsih, M., *Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia*, Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, 2009, 94-108.

³⁰ BIS, *Guidelines: Corporate governance principles for banks*, 2015, 13.

³¹ Li, L., & Song, F., *Do bank regulations affect board independence? A cross-country analysis*. Journal of Banking & Finance, 2013, 2714-2732.

³² Faleye, O., & Krishnan, K., *Risky lending: Does bank corporate governance matter?* Journal of Banking & Finance, 2017, 57-69.

³³ Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M., *Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis*, Journal of Banking & Finance, 2012, 3213-3226.

³⁴ Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P., *Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide*, Journal of Corporate Finance, 2012, 389-411.

³⁵ Christy, J., Matolcsy, Z., Wright, A., & Wyatt, A., *Do Board Characteristics Influence the Shareholders' Assessment of Risk for Small and Large Firms?*, ABACUS, 2013, 161-196.

2. Metodologia cercetării

Obiectivul fundamental al cercetării îl reprezintă studierea influenței practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare în sectorul bancar din România, în perioada 2015-2019. O analiză la nivelul sectorului bancar este oportună, deoarece este un domeniu de activitate atent reglementat, atât la nivel european, cât și național, și supus, de asemenea, unor cerințe stricte de transparență și publicare a informațiilor.

Cercetările în domeniu au consacrat estimarea legăturii dintre practicile de guvernare corporativă și performanța financiară, prin utilizarea acestora din urmă ca variabilă endogenă, explicată, în modele econometrice, prin intermediul unor indicatori specifici guvernării corporative, care au rolul de variabile exogene sau independente.

Eșantionul ce face obiectul investigării relației dintre performanța financiară și practicile de guvernare corporativă, în acest studiu, este format din 10 instituții de credit din România, observate pe o perioadă de 5 ani, între 2015 și 2019, din care rezultă un număr total de 50 de observații incluse în analiză. Procesul de colectare a datelor a avut la bază analiza de conținut și a fost unul preponderent manual, prin utilizarea rapoartelor anuale ale companiilor, a rapoartelor și declarațiilor de guvernare, a rapoartelor de transparență, precum și a site-urilor web ale acestora.

În ceea ce privește structura datelor, fiind vorba atât despre serii de timp, cât și despre serii crossecționale, s-a ales organizarea lor în date de tip panel, deoarece acest mod de lucru „...reduce multicolaritatea variabilelor explicative și, de asemenea, crește eficiența estimărilor econometrice”³⁶. Estimarea influenței practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare a fost realizată prin construirea unei ecuații de regresie multiplă, prin metoda celor mai mici pătrate (Pooled Ordinary Least Square, engl.), cu luarea în considerare a efectelor aleatoare asupra seriei de date crossecționale, decizie luată în urma efectuării testului Hausman.

Ca instrumentar de lucru, în ceea ce privește colectarea datelor, calculul și centralizarea indicatorilor, s-a utilizat programul de calcul tabelar Excel, respectiv software-ul de analiză econometrică EViews 11 SV pentru estimarea relațiilor dintre variabile și efectuarea testelor statistice.

Variabila ce urmează a fi explicată în cadrul modelului este performanța financiară, exprimată prin Rata rentabilității financiare (Return on Equity – ROE, engl.), indicator calculat ca raportul dintre rezultatul net al exercițiului și totalul capitalurilor proprii ale unei companii. S-a considerat că utilizarea acestui indicator este potrivită, deoarece investitorii sunt preocupați de randamentul obținut în urma aportului la capitalul unei companii. Majoritatea studiilor utilizează acest indicator pentru a defini relația cu practicile de guvernare corporativă^{37,38,39}. Alți autori recurg la folosirea indicatorului Tobin Q, specific entităților listate pe piața de capital, sau aleg o combinație a celor doi^{40,41}.

În vederea fundamentării variabilelor independente, cercetările în domeniu identifică, ca principali indicatori specifici guvernării corporative, dimensiunea Consiliului de Administrație/Supraveghere, ponderea directorilor independenți, separarea Președinte – Director General^{42,43}, numărul ședințelor organizate în decursul unui an, precum și rata de participare la

³⁶ Hsiao, C., *The Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 2003, 3.

³⁷ Dedu, V., & Chitan, G., *The influence of internal corporate governance on bank performance – an empirical analysis for Romania*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2013, 1114-1123.

³⁸ Detthamronga, U. Chancharata, N., Vithessonthi, C., *Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand*, Research in International Business and Finance, 2017, 689-709.

³⁹ Paniagua, J., Rivelles, R., Sapena, J., *Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure*, Journal of Business Research, 2018, 229-234.

⁴⁰ Abdallah, A. A.N., Ismail, A., *Corporate Governance Practices, Ownership Structure, and Corporate Performance in the GCC Countries*, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Forthcoming, 2016.

⁴¹ Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., Farhan, N. H. S., *The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation*, Research in International Business and Finance, 2019.

⁴² Nawaz, A., Iqbal, S., Ehsan, S., *Does Social Performance Drive Corporate Governance Mechanism In Case of Asian MFIs? An Issue of Endogeneity*, Journal of Asian Economics, 2018, 1-12.

⁴³ Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., *Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey*, International Business Review, 2019, 90-103.

acestea⁴⁴, ponderea directorilor neexecutivi⁴⁵, remunerarea conducerii⁴⁶, durata mandatului și independența Comitetului de Audit⁴⁷, și, nu în ultimul rând, ponderea investitorilor străini în capitalul băncilor⁴⁸.

În Tabelul 1 este prezentată o descriere a variabilelor utilizate în cadrul analizei, a simbolului acestora, precum și a semnificației sau modului de calcul.

Tabelul nr. 1

1. Descrierea variabilelor

Tipul variabilei/Denumire	Simbol	Semnificație/Mod de calcul
DEPENDENTĂ		
Rata rentabilității financiare (%)	ROE	Arată capacitatea unei companii de a genera profit prin investirea capitalurilor deținute. Este cuantificată ca raportul dintre rezultatul net al exercițiului și totalul capitalurilor proprii.
INDEPENDENTE		
Dimensiunea Consiliului de Administrație/Supraveghere	DIM_B	Reprezintă numărul total al membrilor Consiliului de Administrație/Supraveghere la finalul unui exercițiu financiar.
Ponderea membrilor independenți (%)	PD_INDEP	Semnifică proporția membrilor independenți în totalul membrilor Consiliului de Administrație.
Ponderea directorilor ne-executivi (%)	PD_NEEEX	Reprezintă procentul directorilor fără atribuții de conducere a activității operaționale în totalul membrilor din Consiliul de Administrație.
Durata mandatului (ani)	DURATA_MANDAT	Exprimă durata de timp în ani a mandatului președintelui Consiliului de Administrație.
Remunerarea conducerii (ln)	REMUN_CONDUCERE	Reprezintă totalul cheltuielilor anuale privind componenta fixă și variabilă a remunerației membrilor din conducere (Consiliul de Administrație și Consiliul Director). În cadrul analizei econometrice acest indicator a fost logaritmat pentru a se elimina suspiciunea unei regresii false.
Numărul ședințelor	NR_ȘEDINȚE	Semnifică numărul de întruniri ale membrilor Consiliului de Administrație organizate în decursul unui exercițiu financiar.
Rata de participare (%)	RATA_PARTICIPARE	Exprimă numărul membrilor din Consiliul de Administrație care au participat la toate ședințele organizate.
Separare Conducere	SEPARARE_CONDUCERE	Variabilă binară ce ia valoarea 1 atunci când Președintele Consiliului de Administrație este altul decât Directorul General (Chief Executive Office – CEO, engl.) și 0 (zero) în caz contrar.
Independența comitetului de Audit	INDEP_AUDIT	Variabilă binară ce ia valoarea 1 atunci când mai mult de jumătate din membri sunt independenți și 0 (zero) în caz contrar.
Ponderea investitorilor străini	PD_INV_STRĂINI	Variabilă binară ce ia valoarea 1 atunci când procentul din capital deținut de investitori străini este mai mare de 50% și 0 (zero) în caz contrar.
DE CONTROL		
Vârsta companiei	VÂRSTA_COMPANIE	
Mărimea companiei	MĂRIME_COMPANIE	Cuantificată prin logaritmul valorii totale a activelor.

Sursa: Prelucrare proprie bazată pe indicatorii utilizați în alte studii similare

⁴⁴ Kumari, P., & Pattanayak, J. K., *Linking earnings management practices and corporate governance system with the firms' financial performance: a study of Indian commercial banks*. Journal of Financial Crime, 2017, 223-241.

⁴⁵ Wang, W. K., Lu, W. M., & Lin, Y. L., *Does corporate governance play an important role in BHC performance? Evidence from the U.S.*, 2012, 751-760.

⁴⁶ Harymawan, I., Agustia, D., Nasih, M., Inayati, A., & Nowland, J., *Remuneration committees, executive remuneration, and firm performance in Indonesia*, Helyon, 2020.

⁴⁷ Dedu, V., & Chitan, G., *The influence of internal corporate governance on bank performance – an empirical analysis for Romania*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2013, 1114-1123.

⁴⁸ Dănescu, T., & Popa, M.-A., *Investigații privind influența guvernantei corporative asupra performanței financiare. Studiu empiric asupra băncilor cotate pe piața românească de capital*, ACTA MARISIENSIS, SERIA OECONOMICA, 2019, 6-13

3. Analiza rezultatelor

3.1. Statistici descriptive

În vederea elaborării unui model econometric valid din punct de vedere statistic, dar și economic, este necesar ca în stadiul incipient al analizei să se calculeze principalii indicatori statistici, care să ofere atât o descriere la nivel individual, cât și o viziune de ansamblu a variabilelor ce urmează a fi incluse în model. Tabelul 2 prezintă, astfel, un sumar al statisticilor descriptive ale acestora.

Tabelul nr. 2

Statistici descriptive

	Medie	Mediană	Maximul	Minimul	Std. Dev.	Asimetrie	Boltire
ROE	0,0702	0,0954	0,3923	-0,6664	0,1479	-2,5968	14,1438
DIM_B	7,4000	7,0000	11,0000	5,0000	1,5779	0,4219	2,3883
PD_INDEP	0,2622	0,2222	0,8000	0,0000	0,1805	0,8988	4,2280
PD_NEEEX	0,7813	0,7778	1,0000	0,5000	0,1750	0,1061	1,4758
DURATA_MANDAT	3,8000	4,0000	4,0000	3,0000	0,4041	-1,5000	3,2500
REMUN_CONDUCERE (mil. RON)	15,2707	11,7835	38,8180	2,8790	9,6006	0,9535	2,7232
NR_SEDINTE	22,8800	17,5000	85,0000	4,0000	19,4040	1,5238	4,9101
RATA_PARTICIPARE	0,5171	0,5505	0,8889	0,0455	0,2121	-0,2547	2,6288
SEPARARE_CONDUCERE	0,6600	1,0000	1,0000	0,0000	0,4875	-0,6755	1,4563
INDEP_AUDIT	0,3400	0,0000	1,0000	0,0000	0,4875	0,6755	1,4563
PD_INV_STRAINI	0,6600	1,0000	1,0000	0,0000	0,4875	-0,6755	1,4563
MĂRIME_COMP (mil. RON)	33.033,0560	32.252,3115	91.722,0000	2.690,0610	24.595,3222	0,3821	2,0918
VÂRSTA_COMP	37,1000	25,0000	155,0000	16,0000	39,0000	2,6405	8,0344

Sursa: Prelucrare proprie în conformitate cu rezultatele furnizate de software-ul de analiză econometrică EViews 11 SV. Detalii privind semnificația variabilelor de lucru sunt prezentate în Tabelul 1.

Se observă, așadar, o valoare medie a ROE de 7,02%, maximul înregistrat fiind de 39,23%, cu o deviație standard față de medie de 14,79%. În ceea ce privește DIM_B, numărul maxim al membrilor este de 11, în conformitate cu legislația privind societățile comerciale, iar cel minim de 7, cu o medie de 7,4 indicând tendința companiilor de a avea un număr ridicat de membri în componență, acest aspect fiind considerat împovărător în luarea deciziilor, și din punct de vedere birocratic⁴⁹.

Variabila ce exprimă ponderea membrilor independenți (PD_INDEP) este descrisă printr-un maxim de 80% și un minim de 0, fapt ce contravine legislației în vigoare, instituțiile de credit fiind entități de interes public ale căror situații financiare necesită auditare, prin urmare și existența a minim un membru independent în cadrul Consiliului/Comitetului de audit. Un alt aspect ce poate fi menționat este faptul că, în cadrul întâlnirilor, deciziile membrilor non-independenți pot fi influențate de către membrii conducerii executive⁵⁰. Analizând independența Comitetelor de Audit ale băncilor, se observă că, în medie, doar patru din cele zece au în componența lor mai mult de jumătate din membri independenți. Acesta este considerat un aspect nefavorabil, având în vedere că existența unui Comitet de Audit independent asigură eficiența și obiectivitatea procesului de control al situațiilor financiare⁵¹.

⁴⁹ de Haan, J., & Vlahu, R., *Corporate governance of banks: A survey*, Journal of Economic Surveys, 2016, 228-277.

⁵⁰ Batae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L., The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study, Journal of Cleaner Production, 2021, 1-21

⁵¹ Chan, K. C., & Li, J., *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert Independent Directors*, Corporate Governance: An International Review, 2008, 16-31.

Ponderea membrilor neexecutivi este remarcabilă, fiind maximă: 100%, în eșantionul construit regăsindu-se bănci ce au în componența Consiliului numai directori ce nu sunt implicați în procesul de management, aspect puternic recomandat de Comitetul Basel pentru Supravegherea Băncilor (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS, engl.) în ghidul privind Principiile guvernantei corporative în bănci⁵².

Durata mandatului președintelui Consiliului este cuprinsă între 3 și 4 ani, având o medie de 3,8 ani și o deviație standard de 0,40, iar în ceea ce privește remunerarea membrilor din conducere, variabila este cuprinsă între 2,9 și 38,8 milioane RON, în medie aceștia câștigând anual 15,3 milioane RON. Referitor la numărul ședințelor organizate de Consiliu în decursul unui an și rata de participare la acestea, se observă că numărul cel mai mare de ședințe a fost de 85, iar frecvența maximă a participării este de 88,9% , cu o medie de 51,7%.

În cazul separării dintre președintele Consiliului și CEO, o variabilă de tip binar ce semnifică doar confirmarea sau respingerea ipotezei, se poate remarca faptul că, în medie, șapte dintre băncile incluse în analiză (aproximativ 70%) îndeplinesc criteriul de separare a conducerii, un aspect îmbucurător, având în vedere că existența separării reduce dominația consiliului executiv asupra celui de supraveghere⁵³. Un sistem de guvernanta în care președintele Consiliului se identifică cu CEO conduce la efecte negative asupra performanței financiare și operaționale a companiei⁵⁴.

Observând variabila binară ce exprimă apartenența investitorilor străini la capitalul social al băncilor, se remarcă o medie a existenței acestora de 66%, fiind implicați investitori din Austria, Grecia sau Franța. Studii ce au utilizat această variabilă în observarea impactului asupra performanței financiare evidențiază o legătură pozitivă semnificativă între acestea două^{55,56}.

Mărimea companiei este una dintre cele două variabile de control incluse în analiză, ce se încadrează într-un interval de 2.690, respectiv 91.722 milioane RON. Media mărimii băncilor din punctul de vedere al valorii anuale activelor este de 33.033 milioane RON. Vârsta medie a companiilor incluse în analiză este de 37,1 ani, cea mai longevivă bancă din sector fiind înființată în urmă cu 155 ani.

3.2. Analiza asocierilor posibile între variabilele de performanță financiară și de guvernanta corporativă

În continuarea studiului, a fost realizată o analiză a corelației variabilelor, pentru a observa sensul și intensitatea legăturii care se formează între acestea, rezultatele fiind descrise în Anexa 1. În urma efectuării testelor Pearson și Spearman, se remarcă existența unei legături pozitive, de intensitate scăzută spre medie, între variabila dependentă ROE și factorii RATA_PARTICIPARE și INDEP_AUDIT, semnificative la un nivel de 5%. Același trend a fost observat și în cazul variabilelor REMUN_CONDUCERE și MĂRIME_COMPANIE, ce formează legături pozitive puternice cu ROE, ambele semnificative la un prag de 1%. Aceste rezultate semnifică faptul că, în cazul băncilor analizate, pentru perioada 2015-2019, o creștere a acestor factori rezidă într-un nivel al performanței financiare ridicat. Pentru a identifica cât mai precis relația dintre practicile de guvernanta corporativă și performanța financiară a băncilor, în continuarea studiului a fost realizat un model econometric, rezultatele fiind prezentate în cele ce urmează.

⁵² BIS, *Guidelines: Corporate governance principles for banks*, 2015, 13.

⁵³ Van den Berghe, L.A., Levrau, A., *Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?*, Corporate Governance: An International Review, 2004, 461-478.

⁵⁴ Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M., *The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: the moderating role of board independence*, Journal of Business Research, 2016, 4269-4277.

⁵⁵ Dănescu, T., & Popa, M.-A., *Investigații privind influența guvernantei corporative asupra performanței financiare. Studiu empiric asupra băncilor cotate pe piața românească de capital*, ACTA MARISIENSIS, SERIA OECONOMICA, 2019, 6-13.

⁵⁶ Carney, M., Estrin, S., Liang, Z., & Shapiro, D. *National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries*, Journal of World Business, 2019, 244-257.

3.3. Analiza impactului mecanismelor de guvernanță corporativă asupra performanței financiare în sectorul bancar din România

Pentru a răspunde obiectivului cercetării, s-a recurs la testarea ipotezelor identificate în partea de revizuire a literaturii, conform cărora practicile de guvernanță corporativă exercită o influență semnificativă asupra performanțelor financiare ale instituțiilor de credit din România. În acest sens, s-a realizat un model econometric în care variabila dependentă ROE este regresată în raport cu o serie de mecanisme ale guvernanței corporative identificate în revizuirea literaturii și explicate în secțiunea de metodologie a cercetării. Tabelul 3 prezintă rezultatele analizei econometrice.

Analizând rezultatele, se constată că, la nivel agregat, influența practicilor de guvernanță corporativă asupra performanței financiare a băncilor este una negativă, majoritatea factorilor incluși în model având impact invers asupra variabilei dependente ROE. Influențele negative provin din indicatori specifici structurii Consiliului, precum numărul membrilor neexecutivi și cel al membrilor independenți, care, la o creștere cu 1% determină o scădere a ROE cu 0,39%, respectiv 0,47%, ambele variabile fiind semnificative statistic la un nivel de 1%. De asemenea, vârsta companiei pare a fi un indicator care, pe măsură ce crește, afectează capacitatea acesteia de a-și mai atinge standardele de performanță.

Pe de altă parte, factorii ce contribuie pozitiv la realizarea obiectivului de performanță în cadrul băncilor sunt remunerarea conducerii și mărimea companiei, o creștere cu un milion de RON a acestora determinând creșterea ROE cu 0,15%, respectiv 0,05%, semnificația statistică a acestora fiind de 1%, respectiv 10%. În aceeași manieră, un grad mai mare de independență la nivelul Comitetului de Audit determină creșterea performanței financiare cu 0,17%.

Tabelul nr. 3

Rezultatele preliminare ale estimării multivariate

Variabile	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2,9892***	0,6302	-4,7430	0,0000
DIM_B	-0,0179	0,0138	-1,2964	0,2029
PD_INDEP	-0,4700***	0,1075	-4,3734	0,0001
PD_NEEEX	-0,3966***	0,1299	-3,0514	0,0042
DURATA_MANDAT	0,0038	0,0733	0,0519	0,9589
REMUN_CONDUCERE	0,1504***	0,0413	3,6390	0,0008
NR_SEDINTE	-0,0014	0,0009	-1,5766	0,1234
RATA_PARTICIPARE	0,0457	0,1111	0,4112	0,6833
SEPARARE_CONDUCERE	-0,0592	0,0657	-0,9014	0,3732
INDEP_AUDIT	0,1761***	0,0422	4,1702	0,0002
PD_INV_STRĂINI	-0,0368	0,0511	-0,7215	0,4752
MĂRIME_COMPANIE	0,0549*	0,0305	1,7999	0,0800
VÂRSTA_COMPANIE	-0,0039***	0,0009	-4,4922	0,0001
R square	0,8049			
Durbin-Watson stats	1,3377			
F-statistic	12,7245			
Prob(F-statistic)	0,0000			

Sursa: Prelucrare proprie în conformitate cu rezultatele furnizate de software-ul de analiză econometrică EVIEWS 11 SV

Notă: *** Semnificativ la un prag de 1%; ** Semnificativ la un prag de 5%; * Semnificativ la un prag de 10%

Pe baza observării probabilităților asociate coeficienților factorilor, s-a decis eliminarea din cadrul analizei a variabilei privind dimensiunea Consiliului de Administrație, deoarece nu formează o legătură semnificativă din punct de vedere statistic cu performanța financiară a băncilor, probabilitatea atașată coeficientului depășind pragul de 5%, determinând astfel respingerea ipotezei formulată în acest sens. Semnul coeficientului este negativ, fapt ce indică o asocieră inversă cu variabila dependentă și determină o scădere a acesteia în momentul în care numărul membrilor din Consiliu crește. Durata mandatului președintelui Consiliului exercită o influență pozitivă asupra performanței, însă coeficientul variabilei nu este semnificativ statistic, având o valoare de 95,89%, cu mult peste pragul critic. Prin urmare și aceasta a fost eliminată din analiză.

Variabila privind numărul ședințelor organizate de către Consiliul de administrație în decursul unui an influențează negativ performanța financiară, un rezultat care nu poate fi validat nici statistic, dar nici economic. Cercetări în acest domeniu au demonstrat că această variabilă nu influențează semnificativ performanța financiară a companiilor⁵⁷, așadar acest indicator nu va face parte din ecuația finală de regresie privind estimarea influenței practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare. Rata de participare la ședințe este, de asemenea, un indicator care nu explică performanța financiară a companiilor din sectorul bancar, probabilitatea de 68,33% asociată coeficientului fiind mult prea mare pentru ca acesta să poată fi considerat semnificativ din punct de vedere statistic și a fi reținut în analiză.

Separarea dintre Președintele Consiliului de administrație și Președintele executiv exercită o influență negativă asupra performanței financiare a băncilor, însă nu suficientă pentru a fi surprinsă în ecuația finală de regresie. Probabilitatea asociată coeficientului factorului, de 37,32%, o face să nu fie o variabilă semnificativă din punct de vedere statistic. Variabila binară ce exprimă apartenența investitorilor străini la capitalul social al băncilor s-a dovedit a fi, de asemenea, irelevantă pentru îndeplinirea obiectivului lucrării, majoritatea dintre acestea având în structură o pondere de peste 50%. Nu este semnificativă din punct de vedere statistic, fapt pentru care a fost eliminată din analiză.

Dezbaterea bazată pe nivelul de semnificație a coeficienților generați de analiza econometrică reduce lista variabilelor cu ajutorul cărora se va estima influența practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare a băncilor la: ponderea membrilor independenți (PD_INDEP), ponderea membrilor neexecutivi (PD_NEEEX), remunerarea conducerii (REMUN_CONDUCERE), independența Comitetului de Audit (INDEP_AUDIT), precum și cele două variabile de control reprezentând mărimea companiei (MĂRIME_COMPANIE) și vârsta acesteia (VÂRSTA_COMPANIE). În continuarea demersului de identificare a variabilelor care influențează performanța financiară a băncilor incluse în model, a fost testată și ipoteza de multicolinearitate dintre acestea. Rezultatele sunt prezentate în tabelul următor.

Tabelul nr. 4

Testarea corelației variabilelor explicative prin procedeul Klein

	PD_INDEP	PD_NEEEX	REMUN_CONDUCERE	INDEP_AUDIT	MĂRIME_COMPANIE	VÂRSTA_COMPANIE
PD_INDEP	1,0000					
PD_NEEEX	0,4744	1,0000				
REMUN_CONDUCERE	-0,0919	0,1639	1,0000			
INDEP_AUDIT	0,3010	0,4189	0,4119	1,0000		
MĂRIME_COMPANIE	0,2143	0,3621	0,6580	0,4871	1,0000	
VÂRSTA_COMPANIE	-0,4857	-0,3929	0,5029	0,3360	0,1457	1,0000

Sursa: Prelucrare proprie în conformitate cu rezultatele furnizate de software-ul de analiză econometrică EViews 11 SV

În urma testării corelației dintre variabilele factor prin utilizarea procedurii Klein, se ajunge la concluzia că acestea sunt slab corelate reciproc, astfel că se impune menținerea tuturor în cadrul modelului. Coeficienții de corelație rezultați sunt inferiori raportului de determinare de 0,8049, prin urmare multicolinearitatea factorilor în cadrul acestui model poate fi neglijată.

În continuare, sunt prezentate variabilele reținute în analiză, care respectă cerințele de a fi recunoscute drept semnificative din punct de vedere statistic și care vor face parte din modelul econometric final, pe baza căruia se vor desprinde concluziile studiului și se vor compara cu cele întâlnite în literatura de specialitate.

⁵⁷ Kumari, P., & Pattanayak, J. K., *Linking earnings management practices and corporate governance system with the firms' financial performance: a study of Indian commercial banks*. Journal of Financial Crime, 2017, 223-241.

Modelul de regresie astfel format va lua în considerare efectele aleatoare asupra seriei de date crossecționale, metodă ce permite controlul variabilelor neobservate/nemăsurate (unobserved heterogeneity, engl.), specifice fiecărei bănci. Ecuția de regresie va avea următoarea formă:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PD_{INDEP_{it}} + \beta_2 * PD_{NEEX_{it}} + \beta_3 * REMUN_{CONDUCERE_{it}} + \beta_4 * INDEP_{AUDIT_{it}} + \beta_5 * M\ddot{A}RIME_{COMPANIE_{it}} + \beta_6 * V\ddot{A}RSTA_{COMPANIE_{it}} + \gamma_i + \mu_{it} \quad (1)$$

unde β_0 este termenul liber, $\beta_1 \dots \beta_6$ semnifică coeficienții celor șase factori, γ_i reprezintă efectul aleator neobservat al seriei crossecționale, μ_{it} reprezintă eroarea modelului, i reprezintă unitatea observată din seria crossecțională, iar t reprezintă perioada de timp.

În vederea confirmării faptului că modelul construit bazat pe efectele aleatoare asupra seriei de date crossecționale este determinat corect și nu prezintă specificații eronate, a fost efectuat testul Hausman. Ipoteza nulă, în cazul acestuia, atestă că modelul cu efecte aleatoare este mai eficient, și este acceptată atunci când probabilitatea asociată statisticii Chi-Square este mai mare de 5%. Rezultatele testului specifică o probabilitate superioară acestui prag, prin urmare se poate concluziona că includerea efectelor aleatoare asupra seriei de date crossecționale este potrivită în cazul acestui model.

Tabelul nr. 5

Rezultatele estimării multivariate

Variabile	Coeficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3,2310***	0,5561	-5,7070	0,0000
PD_INDEP	-0,4513***	0,0900	-5,0136	0,0000
PD_NEEX	-0,3300**	0,1256	-2,6275	0,0119
REMUN_CONDUCERE	0,1445***	0,0415	3,4804	0,0012
INDEP_AUDIT	0,1327***	0,0370	3,5867	0,0009
M\ddot{A}RIME_COMPANIE	0,0587**	0,0258	2,2710	0,0282
V\ddot{A}RSTA_COMPANIE	-0,0034***	0,0007	-4,7613	0,0000
R-squared	0,6486			
Adjusted R-squared	0,5996			
Durbin-Watson stats	1,3423			
F-statistic	13,2308			
Prob(F-statistic)	0,0000			

Sursa: Prelucrare proprie în conformitate cu rezultatele furnizate de software-ul de analiză econometrică EViews 11 SV

Notă: *** Semnificativ la un prag de 1%; ** Semnificativ la un prag de 5%

Asemenea modelului preliminar, se remarcă crearea unei legături inverse între performanța financiară a instituțiilor de credit și ponderea membrilor independenți, a directorilor neexecutivi și a vârstei companiei. Așadar, la o creștere a ponderii directorilor independenți cu 1%, în condițiile în care ceilalți factori rămân constanți, performanța financiară scade cu 0,45%, în timp ce o creștere cu 1% a ponderii directorilor neexecutivi determină o scădere a performanței cu 0,33%. Creșterea vârstei instituției de credit cu un an conduce la o scădere a performanței cu 0,004%. Rezultatele sunt în acord cu cele obținute și de alți cercetători^{58,59} și conduc la acceptarea ipotezei formulate în partea incipientă a studiului, referitoare la influența negativă a directorilor independenți asupra performanței financiare a instituțiilor de credit.

Variabilele care influențează în sens pozitiv performanța financiară a băncilor analizate în perioada 2015-2019 sunt remunerarea conducerii și mărimea companiei, modelul sugerând că,

⁵⁸ Minton, B., Taillard, J., Williamson, R., *Do Independence and Financial Expertise of the Board Matter for Risk Taking and Performance?*, SSRN Electronic Journal, 2011.

⁵⁹ Nguyen, D. D. L., Hagendorff, J., & Eshraghi, A. *Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements*, Corporate Governance: An International Review, 2015, 112-128.

la o creștere a compensației anuale/valorii anuale a activelor cu un milion de RON, în condițiile în care celelalte variabile rămân constante, ROE crește cu 0,15%, respectiv 0,06%, precum și independența Comitetului de Audit, iar un grad mai ridicat de independență face ca performanța financiară să crească cu 0,13%. Rezultate asemănătoare sunt obținute și în alte studii, asocierea pozitivă dintre remunerația conducerii și performanța financiară motivându-i pe directori să acționeze atât în interesul băncii, cât și pentru sine⁶⁰. În urma acestor rezultate, poate fi acceptată ipoteza conform căreia beneficiile compensatorii ale directorilor conduc la o performanță financiară mai ridicată.

Aceste șase variabile explică într-o măsură de 64,86% performanța financiară a instituțiilor de credit, restul influențelor provenind din factori cantitativi neincluși în model, precum și din factori calitativi, valoarea statisticii Durbin-Watson indicând absența autocorelării erorilor. Modelul, în ansamblu, este valid din punct de vedere statistic, probabilitatea asociată testului F – statistic fiind egală cu zero, semnificativ, așadar, la un prag de 1%, fapt ce arată că modelul este reprezentativ pentru populația selectată și nu suferă de specificații omise.

În acord cu rezultatele obținute, raportul anual al Băncii Naționale a României (BNR) din 2019 explică faptul că, pentru a-și consolida performanța (insuficientă, conform cerințelor prudențiale ale EBA), instituțiile de credit trebuie să acorde o importanță sporită și să implementeze un proces adecvat de guvernare corporativă⁶¹.

Rezultatele obținute în ceea ce privește testarea influenței practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare a companiilor din sectorul bancar nu sunt întocmai aliniate cu cele așteptate, însă sunt similare cu cele ale altor cercetări. Numeroși autori demonstrează impactul negativ al membrilor independenți asupra performanței financiare a companiilor, studiile relevând faptul că, la o creștere a numărului membrilor independenți în cadrul Consiliului de administrație/supraveghere, performanța financiară tinde să scadă^{62,63}. De asemenea, sunt descoperite legături negative între performanța financiară a băncilor din Nigeria și ponderea directorilor independenți din cadrul Consiliului de administrație, o creștere a numărului acestora cauzând scăderea ROE⁶⁴.

Rezultatele studiului sunt similare și cu cele desprinse din cercetări privind Comitetul de Audit și performanța companiilor, unde se descoperă faptul că independența acestuia (variabilă binară cuantificată prin calitatea de independent a minim jumătate din membri) este pozitiv corelată cu performanța financiară⁶⁵. Mai mult de atât, se afirmă că „problemele agenției pot fi reduse dacă la nivelul companiei există un Comitet de Audit independent”, cu alte cuvinte această influență pozitivă este așteptată și justificată⁶⁶.

Concluzii

Cercetarea și-a propus studierea relației dintre practicile de guvernare corporativă și performanța financiară din cadrul sectorului bancar românesc, în perioada 2015-2019. În urma consultării literaturii de specialitate și a ghidurilor emise de organisme din domeniu, au fost identificate principalele variabile specifice guvernării, cu ajutorul cărora se poate modela

⁶⁰ Handa, R., *Does corporate governance affect financial performance: a study of select indian banks*, Asian Economic and Financial Review, 2018, 478-486.

⁶¹ Banca Națională a României, *Raport anual*, 2019, 135.

⁶² Coles, J., McWilliams, V., & Sen, N., *An examination of the relationship of governance mechanisms to performance*, Journal of Management, 2005, 23-50.

⁶³ Erickson, J., Park, Y., Reising, J., & Shin, H., *Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence*, Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 387-410.

⁶⁴ Uwuigbe, U., Ben-Caleb, E., & Moses Ayokunle, A., *The Effect of Board Size and Board Composition on Firms Corporate Environmental Disclosure: A Study of Selected Firms in Nigeria*, Acta Universitatis Danubius: Oeconomica, 2011, 7.

⁶⁵ Chan, K. C., & Li, J., *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert Independent Directors*, Corporate Governance: An International Review, 2008, 16-31.

⁶⁶ idem.

impactul asupra performanței, formulându-se totodată și ipotezele de lucru, care, în funcție de rezultatele obținute, vor fi admise sau nu. S-a pornit de la premisa că practicile de guvernare corporativă exercită o influență semnificativă asupra performanței financiare a băncilor, extinzând discuția spre cele mai comune rezultate identificate de cercetători, asupra dimensiunii Consiliului, remunerației conducerii și independenței membrilor sau Comitetului de Audit.

Rezultatele studiului empiric ilustrează faptul că, la nivel agregat, există o influență negativă a practicilor de guvernare corporativă asupra performanței financiare a băncilor din România. În ceea ce privește caracteristicile structurii de conducere, o pondere mare a directorilor neexecutivi și a celor independenți conduce la o scădere a rezultatelor financiare ale băncilor. În literatură, aceste rezultate sunt interpretate ca reprezentând o cunoaștere deficitară a specificului băncii⁶⁷ sau o lipsă a interesului membrilor independenți de a-și îndeplini responsabilitățile⁶⁸. Aceeași influență asupra performanței băncilor o exercită și vârsta acestora, constatându-se, la nivelul eșantionului, un trend negativ al ROE pe măsură ce aceasta crește.

Pe de altă parte, ceea ce face ca performanța financiară să crească este valoarea remunerației conducerii, fiind un rezultat confirmat cu diverse studii ce explică această tendință ca fiind justificată și cât se poate de așteptată, directorii fiind motivați de a acționa atât în interesul băncii, cât și în interes personal⁶⁹. În aceeași manieră, independența de la nivelul Comitetului de Audit exercită o influență pozitivă asupra ROE, un nivel mai ridicat al acesteia având ca efect îmbunătățirea performanțelor financiare ale băncilor.

Utilitatea cercetării este redată prin adăugarea rezultatelor la cele existente în literatura privind relația dintre practicile de guvernare corporativă și performanța financiară, și prin faptul că vine în sprijinul cercetătorilor, ca un viitor punct de reper, dar și ca element de comparație pentru rezultatele obținute. Mai mult decât atât, rezultatele pot avea și implicații practice pentru membrii Consiliilor de Administrație/Supraveghere ale companiilor.

Studiul prezintă o serie de limitări, care în viitor pot reprezenta direcții de cercetare. Prima dintre acestea este dimensiunea restrânsă a eșantionului, prin includerea în analiză a unui număr redus de bănci, din cele zece doar patru fiind listate la BVB. S-a considerat că ar fi oportună o analiză doar asupra instituțiilor de credit cotate, deoarece oferă o arie de cercetare mai extinsă, numeroase studii având în vedere, pentru cuantificarea performanței financiare, indicatori ce exprimă valoarea de piață a companiei, de tipul ratei Tobin Q sau EPS (Earnings per Share, engl.). Rezultatele acestor cercetări pot avea o utilitate deosebită pentru participanții la piața de capital. Totodată, un aspect ce a cauzat limitarea cercetării este faptul că doar o parte din instituțiile de credit din România publică aspecte detaliate referitoare la practicile de guvernare, fapt ce îngreunează formarea unei baze de date cuprinzătoare, atât din punctul de vedere al disponibilității acestora, dar și al timpului depus pentru culegerea și centralizarea lor.

În viitor, se consideră că o analiză asupra performanței financiare din perioada crizei sanitare COVID-19 ar fi valoroasă pentru literatura de specialitate, prin observarea și compararea efectelor produse de practicile de guvernare corporativă adaptate la un mediu economic caracterizat de evenimente de tip „lebedă neagră”, precum și prin extinderea zonei de cercetare asupra sistemului bancar European.

⁶⁷ Wang, W. K., Lu, W. M., & Lin, Y. L., *Does corporate governance play an important role in BHC performance? Evidence from the U.S.*, Economic Modelling, 2012, 751-760.

⁶⁸ Nguyen, D. D. L., Hagendorff, J., & Eshraghi, A., *Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements*, Corporate Governance: An International Review, 2015, 112-128.

⁶⁹ Handa, R., *Does corporate governance affect financial performance: a study of select indian banks*, Asian Economic and Financial Review, 2018, 478-486.

Bibliografie

- Abdullah, Azizah; Page, Michael, *Corporate Governance and Corporate Performance: UK FTSE 350 Companies*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2009.
- Aebi, Vincent; Sabato, Gabriele; Schmid, Markus, *Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis*, J Bank Financ, 2012.
- Babatunde, Adetunji; Olaniran, Olawoye, *The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria*, Corp Ownersh Control, 2009.
- Banca Națională a României, *Raport anual*, 2019.
- Bank for International Settlements, *Guidelines: Corporate Governance Principles for Banks*, 2015.
- Bătae, Oana Marina; Dragomir, Voicu Dan; Feleagă, Liliana, *The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study*, Journal of Cleaner Production, 2021.
- Bebcuk, Lucian; Spamann, Hoyer, *Regulating bankers pay*, Georgetown Law J, 2010.
- Bank for International Settlements, *Guidelines Corporate governance principles for banks*, 2015.
- Bullard, James; Neely, Christopher; Wheelock, David, *Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer*, Fed Reserv Bank St Louis Rev, Published online 2009.
- Cadbury, Adrian, *Cadbury Report (the financial aspects of corporate governance)*.
- Carney, Michael; Estrin, Saul; Liang, Zhixiang; Shapiro, Daniel, *National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries*, J World Bus., 2019.
- Colasse, Bernard, *L'analyse Financière de l'entreprise*, La Découverte, 1999.
- Coles, Jerilyn, McWilliams, Victoria; Sen, Nilanjan, *An examination of the relationship of governance mechanisms to performance*, J Manage., 2005.
- Chan, Kam; Li, Johny, *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert Independent Directors*, Corp Gov An Int Rev, 2008.
- Christy, Jonathan; Matolcsy, Zoltan; Wright, Anna; Wyatt, Anne, *Do Board Characteristics Influence the Shareholders' Assessment of Risk for Small and Large Firms*, ABACUS, 2013.
- Ciftci, Ilhan; Tatoglu, Ekrem; Wood, Geoffrey; Demirbag, Mehmet, *Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey*, International Business Review, 2019.
- Dănescu, Tatiana; Popa, Maria Alexandra, *Investigații privind influența guvernantei corporative asupra performanței financiare. Studiu empiric asupra băncilor cotate pe piața românească de capital*, ACTA MARISIENSIS, Ser OECONOMICA, Published online 2019.
- Dedu, Vasile; Chitan, Gheorghe, *The influence of internal corporate governance on bank performance – an empirical analysis for Romania*, Procedia – Soc Behav Sci, 2013.
- Detthamronga, Umawadee; Chancharata, Nongnit; Vithessonthi, Chaiporn, *Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand*, Research in International Business and Finance, 2017.
- de Haan, Jakob; Vlahu, Răzvan, *Corporate governance of banks: A survey*, J Econ Surv, 2016.
- Duru, Augustine; Iyengar, Raghavan; Zampelli, Ernest, *The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: the moderating role of board independence*, J Bus Res., Published online 2016.
- European Bank Authority, *Final Report Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*, 2017.
- Erickson, John; Park, Yun; Reising, Joe; Shin, Hyun, *Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence*, Pacific-Basin Financ J., 2005.
- Erkens, David; Hung, Mingyi; Matos, Pedro, *Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide*, J Corp Financ, 2012.
- Faleye, Olubunmi; Krishnan, Karthik, *Risky lending: Does bank corporate governance matter?*, J Bank Financ Financ, 2017.

- Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, 2009.
- Handa, Rekha, *Does corporate governance affect financial performance: a study of select indian banks*, Asian Econ Financ Rev., 2018.
- Harymawan, Iman; Agustia, Dian; Nasih, Mohammad; Inayati, Azmi; Nowland, John, *Remuneration committees, executive remuneration, and firm performance in Indonesia*, Helyon. 2020.
- Hsiao, Cheng, *The Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 2003.
- Kern, Alexander, *Corporate Governance and Banking Regulation*, 2004.
- Kieff, Scott; Parades, Troy, *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge Univ Press. Published online 2010.
- Kiel, Geoffrey; Nicholson, Gavin, *Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, Corp Gov An Int Rev, 2003.
- Kumari, Prity, Pattanayak, Jamini, *Linking earnings management practices and corporate governance system with the firms' financial performance: a study of Indian commercial banks*, J Financ Crime., 2017.
- *Legea nr. 31 din 16 noiembrie 1990 privind societățile*, Monitorul Oficial al României, nr. 365/2012, art. 137-153.
- Levine, Ross, *The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence*. World Bank. Published online 2003.
- Li, Li; Song, Frank, *Do bank regulations affect board independence? A cross-country analysis*, J Bank Financ, 2013.
- Matei, Ani; Drumașu, Ciprian, *Corporate Governance and public sector entities*, 4th World Conference on Business, 2015.
- Minton, Bernadette; Taillard, Jérôme; Williamson, Rohan; *Do Independence and Financial Expertise of the Board Matter for Risk Taking and Performance?*, SSRN Electronic Journal, 2011.
- Myers, Stewart; Raghuram, Rajan, *The paradox of liquidity*, Q J Econ, 1998.
- Nawaz, Ahmad; Iqbal, Sana; Ehsan, Sadaf; *Does Social Performance Drive Corporate Governance Mechanism In Case of Asian MFIs? An Issue of Endogeneity*, Journal of Asian Economics, 2018.
- Nguyen, Duc Duy Louis; Hagendorff, Jens; Eshraghi, Arman, *Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements*. Corp Gov An Int Rev, 2015.
- Paniagua, Jordi; Rivelles, Rafael; Sapena, Juan, *Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure*, Journal of Business Research, 2018.
- Pathan, Shams; Skully, Michael; Wickramanayake J., *Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks*, Asia-Pacific Financ Mark, 2007.
- Praptiningsih, Maria, *Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia*, J Manaj dan Kewirausahaan, 2009.
- Raithatha, Mehul; Bapat, Varadraj, *Corporate governance compliance practices of indian companies*, Research Journal of Finance and Accounting, 2012.
- Robu, Vasile; Anghel, Ion; Serban, Elena Claudia, *Analiza Economico-Financiară a Firmei*, Editura Economică, 2014.
- Uwuijbe, Uwaloma; Ben-Caleb, Egbide; Moses Ayokunle, Akanbi, *The Effect of Board Size and Board Composition on Firms Corporate Environmental Disclosure: A Study of Selected Firms in Nigeria*, Acta Univ Danubius Oeconomica, 2011.
- Van den Berghe, Lutgart; Levrau, Abigail, *Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?*, Corporate Governance: An International Review, 2004.
- Wang, WK; Lu WM; Lin YL, *Does corporate governance play an important role in BHC performance? Evidence from the U.S.* Econ Model. 2012.
- Zulkafli, Abdul Hadi; Samad, Fazilah Abdul, *Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Asian Emerging Markets*, Adv Financ Econ, 2007.

Anexe

Anexa 1. Testul Pearson

Covariance Analysis: Ordinary

Sample: 2015 2019

Included observations: 50

Correlation Probability	ROE	DIM B	PD INDEP	PD NEEEX	DURATA M...	REMUN C...	NR SEDINTE	RATA PART...	SEPARARE...	INDEP AUDIT	PD INV ST...
ROE	1.000000 -----										
DIM B	0.290532 0.0407	1.000000 -----									
PD INDEP	-0.058392 0.6871	-0.340475 0.0155	1.000000 -----								
PD NEEEX	0.160048 0.2669	-0.209915 0.1434	0.474387 0.0005	1.000000 -----							
DURATA_MANDAT	-0.144859 0.3155	0.256074 0.0727	-0.232290 0.1045	-0.107655 0.4568	1.000000 -----						
REMUN_CONDU...	0.623170 0.0000	0.404650 0.0036	-0.091889 0.5256	0.163957 0.2552	0.005958 0.9672	1.000000 -----					
NR_SEDINTE	-0.379742 0.0065	-0.377665 0.0069	-0.017428 0.9044	-0.308622 0.0292	0.012494 0.9314	-0.460049 0.0008	1.000000 -----				
RATA_PARTICIPARE	0.301740 0.0332	-0.149915 0.2987	0.490270 0.0003	0.527459 0.0001	0.100336 0.4881	-0.014906 0.9182	-0.251563 0.0780	1.000000 -----			
SEPARARE_CO...	-0.038007 0.7933	-0.627064 0.0000	0.382402 0.0061	0.463103 0.0007	-0.358870 0.0105	0.003725 0.9795	-0.072620 0.6162	0.075368 0.6029	1.000000 -----		
INDEP_AUDIT	0.325190 0.0212	0.113520 0.4325	0.301006 0.0337	0.418921 0.0025	-0.168880 0.2410	0.411883 0.0030	-0.026287 0.8562	0.039024 0.7879	-0.019608 0.8925	1.000000 -----	
PD_INV_STRAINI	0.133286 0.3561	0.048651 0.7372	-0.137109 0.3424	0.182536 0.2045	-0.358870 0.0105	-0.215111 0.1336	-0.105589 0.4655	0.277949 0.0507	-0.069519 0.6314	-0.286988 0.0433	1.000000 -----

Sursa: EViews 11 SV

Anexa 2. Testul Spearman

Covariance Analysis: Spearman rank-order

Sample: 2015 2019

Included observations: 50

Correlation Probability	ROE	DIM B	PD INDEP	PD NEEEX	DURATA M...	REMUN C...	NR SEDINTE	RATA PART...	SEPARARE...	INDEP AUDIT	PD INV ST...
ROE	1.000000 -----										
DIM B	0.223858 0.1181	1.000000 -----									
PD INDEP	0.326808 0.0205	-0.298940 0.0350	1.000000 -----								
PD NEEEX	0.413165 0.0029	-0.184549 0.1995	0.355078 0.0114	1.000000 -----							
DURATA_MANDAT	-0.155916 0.2796	0.246084 0.0849	-0.390512 0.0051	-0.109602 0.4486	1.000000 -----						
REMUN_CONDU...	0.661240 0.0000	0.357371 0.0108	0.031894 0.8260	0.188310 0.1903	-0.048508 0.7380	1.000000 -----					
NR_SEDINTE	-0.461121 0.0008	-0.123695 0.3921	0.102770 0.4776	-0.411124 0.0030	-0.024273 0.8671	-0.338099 0.0163	1.000000 -----				
RATA_PARTICIPARE	0.462274 0.0007	-0.084460 0.5598	0.335548 0.0172	0.514068 0.0001	0.145928 0.3119	0.077047 0.5949	-0.360868 0.0100	1.000000 -----			
SEPARARE_CO...	0.095084 0.5113	-0.582724 0.0000	0.385688 0.0057	0.432884 0.0017	-0.358870 0.0105	0.065829 0.6497	-0.257670 0.0708	0.023471 0.8715	1.000000 -----		
INDEP_AUDIT	0.375949 0.0071	0.096368 0.5056	0.354774 0.0115	0.394074 0.0046	-0.168880 0.2410	0.457879 0.0008	0.049777 0.7314	0.077747 0.5915	-0.019608 0.8925	1.000000 -----	
PD_INV_STRAINI	0.042422 0.7699	0.054207 0.7085	-0.089798 0.5352	0.217935 0.1284	-0.358870 0.0105	-0.264780 0.0631	-0.169828 0.2384	0.261113 0.0670	-0.069519 0.6314	-0.286988 0.0433	1.000000 -----

Sursa: EViews 11 SV