

# Guvernanța corporativă și performanța financiară într-o economie emergentă. Cercetare empirică la nivelul pieței românești de capital

**Autor: Bojan Andreea-Mădălina**

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREȘTI**

**Facultatea de Contabilitate și Informatică de Gestiuie**

**Program de masterat Contabilitate, Audit și Informatică de Gestiuie**

**Cadru didactic coordonator: Prof. Univ. Dr. Lungu Camelia-Iuliana**

**Rezumat:** *Cercetarea se orientează către influența pe care mecanismele de guvernanță corporativă o exercită asupra performanței financiare, în contextul unei economii emergente. Eșantionul este compus din companii listate la Bursa de Valori București, în segmentul ce cuprinde piața reglementată, iar perioada supusă analizei este reprezentată de exercițiul financiar 2020. Studiul constă în selectarea variabilelor specifice guvernanței corporative și a celor ce caracterizează performanța financiară, care ulterior sunt corelate din punct de vedere statistic, prin prisma modelelor econometrice. Din eșantion fac parte 53 de companii nefinanciare, iar culegerea datelor are la bază rapoartele anuale publicate atât de BVB, cât și în mod individual, de către fiecare societate, pe pagina oficială de internet. Metoda de cercetare are la bază elaborarea a trei modele econometrice, pentru fiecare dintre variabilele specifice performanței, considerate dependente. Cercetarea debutează cu recenzarea literaturii de specialitate din domeniul performanței financiare și guvernanței corporative. În prima secțiune, este realizată tranziția de la general către particular prin oferirea unei imagini de ansamblu asupra indicatorilor utilizați în studii de referință. Ulterior, ca urmare a identificării variabilelor relevante, are loc formularea ipotezelor. În cuprinsul celei de-a doua secțiuni, sunt prezentate aspecte privind metodologia cercetării, colectarea datelor și indicatorii incluși în analiză. Secțiunea a treia este dedicată analizei rezultatelor. Astfel, sunt identificate variabilele specifice guvernanței corporative a căror influență asupra performanței financiare este semnificativă. Pe baza statisticilor descriptive, a coeficienților de corelație și a efectuării analizei de regresie, rezultă că evoluția indicatorilor financiari nu este întru totul determinată de practicile guvernanței corporative. Rezultatele sunt în concordanță cu opiniile existente în literatura de specialitate și constituie motivație pentru extinderea ariei de cercetare, prezentând totodată interes pentru o gamă largă de stakeholderi ai societăților cotate. Ultima secțiune constă în prezentarea concluziilor și limitelor studiului, accentuând, în același timp, propuneri concrete pentru extinderea ariei de cercetare.*

**Cuvinte cheie:** guvernanță corporativă, performanță financiară, economie emergentă, companii listate, influență, Bursa de Valori București

**Abstract:** *This research focuses on the influence that corporate governance mechanisms have on financial performance, in the context of an emerging economy. The sample is composed of Bucharest Stock Exchange listed companies, on the Regulated Market, and the analyzed period is 2020 financial year. The study consists in selecting the specific corporate governance and financial performance variables, which are subsequently correlated from a statistical point of view, through econometric models. The sample includes 53 non-financial companies, and data collection is based on the annual reports published both by BSE and individually by each company on the official website. The research method is based on three econometric models, for each of the performance-specific variables, considered dependent. The research begins with literature review on financial performance and corporate governance. In the first section, the transition from general to individual takes place by providing an overview of the indicators used in reference studies. Subsequently, after the relevant variables are identified, the hypotheses are formulated. The second section presents aspects of the research methodology, data collection and details about the variables included in the analysis. The third section is dedicated to results analysis. Thus, the specific corporate governance variables which exert a notable influence on companies' financial performance are identified. Based on descriptive statistics, correlation coefficients and regression analysis, it results that evolution of the financial variables is not entirely determined by the corporate governance practices. The results are in accordance with the existing opinions disclosed in the literature and constitute the basis for extension of the research area, being relevant for various stakeholders of the listed companies. The last section presents conclusions and limits of the study, emphasizing, at the same time, specific perspectives for extension of the research area.*

**Keywords:** corporate governance, financial performance, emerging economy, listed companies, influence, Bucharest Stock Exchange

## Introducere

Având în vedere încadrarea economiei în rândul științelor sociale, remarcăm predispoziția influenței exercitate de factorii politici, demografici, tehnologici, culturali și de mediu. Repercusiunile acestei influențe se manifestă deopotrivă asupra existenței cotidiene, cât și asupra sferei academice ori profesionale. De asemenea, efectele se răsfrâng asupra companiilor, cunoscute drept un reprezentant de seamă al contextului economico-financiar. Așadar, este imperios ca entitățile economice, indiferent de forma organizării ori de domeniul de activitate, să se concentreze asupra atingerii stării de echilibru din punct de vedere financiar și nefinanciar. Perspectiva performanței este relevată de date financiare, în timp ce sfera nefinanciară este asigurată de aspecte ce vizează organizarea companiei, politici interne, structuri manageriale.

Tehnicile de conducere și control ale companiilor stau sub semnul guvernantei corporative, însă caracterul lor nu este exclusiv. Guvernanța își extinde efectele asupra manifestării unor comportamente etice în raport cu principalele reglementări aplicabile în domeniu, precum și asupra conformității față de actualizările legislative. În plus, se urmărește fundamentarea unui climat managerial în care primează un sistem de valori caracterizat prin integritate, gestionarea corespunzătoare și diminuarea riscurilor. Simultan, este necesar ca sistemul decizional să fie orientat către echilibrul financiar<sup>1</sup>.

În plan internațional, guvernanța corporativă s-a bucurat de o ascensiune rapidă și de existența și îmbunătățirea permanentă a reglementărilor aplicabile. Pe teritoriul României însă, întâlnim o serie de disfuncționalități, a căror cauză este eliminarea tardivă a controlului manifestat de stat asupra vieții economico-sociale. De-a lungul timpului, înregistrarea progresului a constat în adoptarea codurilor de guvernanță și aplicarea principiilor transparenței în raportare<sup>2</sup>. Cu toate acestea, România își menține poziția în rândul statelor emergente, al căror progres este însoțit de eforturi suplimentare pentru a se alinia cadrului internațional.

Convingerile manifestate în literatura de specialitate susțin ideea potrivit căreia în România progresul societăților este susținut de conformitatea cu prevederile de guvernanță corporativă. Conformarea față de principiile guvernantei asigură utilizarea responsabilă de către management a resurselor disponibile, relații statornice cu părțile interesate și implicit obținerea unor importante surse de finanțare. Interesul investitorilor potențiali va fi întotdeauna orientat către societăți bine guvernate, care își consolidează permanent poziția în piață și acordă o importanță sporită transparenței în raportare<sup>3</sup>.

Deținătorii de interese se preocupă tot mai frecvent de urmărirea datelor nefinanciare în rapoartele companiilor. În această categorie includem expuneri privind factorii de mediu și acțiunile de responsabilitate socială, care se înscriu în sfera unei bune guvernante corporative. Strategiile sustenabile se fundamentează pe coexistența raportărilor de tip financiar și nefinanciar<sup>4</sup>.

Pornind de la concluziile existente în literatura de specialitate, prezenta lucrare ia forma unei cercetări ce urmărește aprecierea modului în care performanța financiară este marcată de practicile guvernantei. Elaborarea cercetării are la bază valențe teoretice, orientate către stadiul cunoașterii performanței financiare și guvernantei corporative. Valențele empirice se concretizează sub forma analizei de conținut, care facilitează culegerea datelor. Mai mult decât atât, caracterul empiric este susținut de efectuarea analizei statistice, al cărei paroxism este atins

---

<sup>1</sup> Salvioni, D., M., Corporate Governance and Global Responsibility, Symphonya. Emerging Issue in Management, Niccolò Cusano University, 2003, pp. 44-54.

<sup>2</sup> Bătae, O., M., Feleagă, L., Guvernanța corporativă în societățile listate și controlate de stat din sistemul energetic românesc, Audi Financiar, 2020, pp. 294-308.

<sup>3</sup> Popescu, Gh., N., Popescu V., A., Popescu, C., R., Corporate Governance in Romania: Theories and Practices, Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus, 2014, pp. 375-401.

<sup>4</sup> Constantinescu, D., Caraiani, C., Lungu, C., I., Mititean, P., Environmental, social and governance disclosure associated with the firm value. Evidence from energy industry, Journal of Accounting and Management Information Systems 2021, pp. 56-75.

prin construirea modelelor econometrice, care permit aprecierea influenței, pe baza interpretării rezultatelor. Cercetarea efectuată este de tip cantitativ.

Exercițiul financiar 2020 reprezintă perioada supusă analizei, iar finalitatea lucrării urmărește crearea unei viziuni de ansamblu asupra corelațiilor existente între guvernanta și performanță la nivelul unei economii emergente. Eșantionul alcătuit din companiile nefinanciare listate la Bursa de Valori București, în segmentul ce cuprinde piața reglementată, evidențiază caracterul particular al studiului.

Prima secțiune a lucrării constă în abordarea din punct de vedere teoretic a conceptelor de guvernanta corporativă și performanță financiară. Așadar, este realizată o recenzie a studiilor existente în literatura de specialitate, ce constituie fundamentul formulării ipotezelor de cercetare. În cuprinsul celei de-a doua secțiuni se prezintă metodologia cercetării, modalitatea de colectare a datelor, precum și variabilele incluse în studiu. Cea de-a treia secțiune vizează prezentarea rezultatelor, ca urmare a efectuării analizei statistice, analizei corelațiilor și testării modelelor econometrice. Concluziile sunt consemnate în ultima secțiune, alături de limitele cercetării și extinderea perspectivelor pentru cercetări viitoare.

## **1. Revizuirea literaturii de specialitate și formularea ipotezelor cercetării**

### **1.1. Stadiul cunoașterii privind guvernanta corporativă și performanța financiară**

În contextul actual, calitatea raportării companiilor este dată de prezența tot mai pregnantă a detaliilor de tip nefinanciar. Dintre acestea, amintim detalii ce fac referire la responsabilitatea socială și, implicit, aspecte legate de mediu și guvernanta, în măsura în care companiile se implică în acțiuni cultural-artistice, educative ori umanitare. De cele mai multe ori, percepția utilizatorilor de informații este puternic influențată de modalitatea de raportare, tipul opiniei lor fiind direct proporțional cu nivelul calității rapoartelor periodice. Furnizarea de date exclusiv financiare a devenit însă perimată, caracterizându-se prin relevanță redusă. Astfel, o raportare corporativă extinsă, care să cuprindă și aspecte sociale, de mediu și de guvernanta asigură un nivel sporit al transparenței, prin prezentarea de date acceptabile și convingătoare, veridice pentru părțile interesate externe și interne<sup>5</sup>.

Coordonatele spațiotemporale în care a apărut și s-a dezvoltat guvernanta corporativă sunt reprezentate de Statele Unite ale Americii, respectiv perioada anilor 1970. Factorul declanșator a fost dat de multiplele scandaluri financiare, ale căror efecte au condus la scăderea semnificativă a încrederii investitorilor față de capacitățile sistemului de management. Ulterior, autoritățile competente au acționat în vederea diminuării situațiilor problematice generate de utilizarea politicilor și practicilor contabile neadecvate. Pentru ca încrederea investitorilor să fie restabilită și pentru a asigura atragerea oricăror surse de finanțare, a avut loc consolidarea reglementărilor în domeniul guvernantei<sup>6</sup>.

În acest sens, anul 1992 este unul de referință, dat fiind faptul că este marcat de adoptarea *Codului Cadbury*, primul cod de guvernanta corporativă, emis de Bursa de Valori de la Londra. Mai mult decât atât, principiile emise la nivel internațional de către Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (engl. Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) funcționează ca un ghid cu caracter orientativ. Atât statele care nu au aderat la OECD, cât și statele membre, pot adopta principiile, acordându-le un rol suportiv în raport cu mecanismele de guvernanta corporativă aplicate<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Hațegan, C., D., Curea-Pitorac, R., I., Testing the Correlations between Corporate Giving, Performance and Company Value, Sustainability, 2017, pp. 1-20.

<sup>6</sup> Mateescu, R., Corporate governance transparency and board independence: the case of four European emerging countries, Journal of Accounting and Management Information Systems, 2015, pp. 770-790.

<sup>7</sup> Dumitrașcu, M., Gajevszky, A., Corporate Governance Committees In European Union Emerging Economies, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, 2013, pp. 618-630.

Principalele aspecte asupra cărora se concentrează principiile OECD vizează caracterizarea prin transparență a furnizării informațiilor de natură financiară și nefinanciară. Totodată, organizația internațională ține seama de consolidarea poziției părților interesate, prin orientarea către drepturile acestora de a avea acces la informații. În plus, se dorește ca tratamentele aplicabile acționarilor să fie echitabile, indiferent de cota-parte deținută în companie<sup>8</sup>.

Guvernanța înglobează cadrul economic, social și legislativ, oferind asigurarea că societățile sunt controlate și conduse în conformitate cu practici adecvate. Conducerea companiei, dincolo de stabilirea obiectivelor strategice, are responsabilitatea de a asigura un climat caracterizat prin etică și integritate. Ulterior, obiectivele se concretizează în direcții de acțiune care facilitează aplicarea strategiilor<sup>9</sup>.

Studii reprezentative<sup>10,11</sup> susțin că principalul obiectiv al guvernanței corporative constă în protejarea acționarilor și satisfacerea nevoilor tuturor părților interesate. Acestea promovează ideea conform căreia mecanismele de guvernanță corporativă permit fundamentarea unor viziuni distincte, independente, despre proprietate, control și alte interese divergente manifestate de utilizatorii interni sau externi. Efectul adoptării mecanismelor de guvernanță este unul favorabil, constând în diminuarea costurilor agenției, concomitent cu maximizarea valorii pe care compania o creează.

Guvernanța asigură controlul și sistemul conducerii companiilor, relevante prin stabilirea obiectivelor și îndeplinirea acestora, în așa fel încât performanța să poată fi cuantificată. Buna organizare și funcționare este însă dominată de activitatea Consiliului de Administrație și a conducerii executive. Membrii acestora sunt stimulați prin beneficiile materiale acordate. Guvernanța asigură aplicarea unor politici de remunerare echitabile, menite să motiveze conducerea și Consiliul în activități care susțin interesul companiei și al acționarilor<sup>12</sup>.

În context internațional, aplicarea mecanismelor de guvernanță este facilitată atât prin elaborarea de reglementări specifice, cât și prin implicarea mediului de afaceri. Pe teritoriul național însă, problematica este abordată dintr-o perspectivă distinctă. Climatul social, economico-financiar și cultural a fost puternic marcat de consecințele regimului comunist, manifestat prin controlul exclusiv din partea instituțiilor statului și, implicit, prin anihilarea oricărei forme de liberalism. Având în vedere că România este o țară emergentă, nu poate fi asociată, din punctul de vedere al progresului, cu statele occidentale. Tranziția către economia de piață a avut loc la finele anului 1989, iar evoluția la nivel socio-economic este tardivă și nu se sincronizează cu mediul internațional<sup>13</sup>.

Mediul științific național<sup>13, 14, 15</sup> abordează subiectul practicilor de guvernanță în România, în perioada premergătoare anului 2015, când a fost perfectat și adoptat Codul de Guvernanță<sup>16</sup> al

---

<sup>8</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, 2015.

<sup>9</sup> Gachie, W., Govender, W., Practical Application of Corporate Governance Principles in a Developing Country: A Case Study, Virtus Interpress, 2017, pp. 67-75.

<sup>10</sup> Cuervo, A., Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control, Corporate Governance: An International Review, 2002, pp. 84-93.

<sup>11</sup> Ahlering, B., Deakin, S., Labor regulation, corporate governance, and legal origin: A case of institutional complementarity?, Law and Society Review, 2007, pp. 865-908.

<sup>12</sup> Maier, S., How global is good governance?, Ethical Investment Research Services, 2005, pp. 1-20, disponibil online: <http://www.eiris.org/files/research%20publications/howglobalisgoodcorpgov05.pdf>.

<sup>13</sup> Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V., D., Bigioi, A., D., Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României, Economie Teoretică și Aplicată, 2011, pp. 3-15.

<sup>14</sup> Giurcă-Vasilescu, L., Corporate governance in developing and emerging countries. The case of Romania, Munich Personal RePEc Archive, 2008, pp. 3-12.

<sup>15</sup> Gîrbină, M., M., Albu, N., Albu, C., N., Corporate governance disclosures in Romania: An examination of reporting practices by companies listed on the Bucharest Stock Exchange, Board Directors and Corporate Social Responsibility, 2012, pp. 122-141.

<sup>16</sup> Bursa de Valori București (BVB), Codul de guvernanță corporativă, 2015, disponibil online: [https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_Cod%20Guvernanta%20Corporativa\\_WEB\\_revised.pdf](https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WEB_revised.pdf).

Bursei de Valori București (BVB). Dificultățile întâmpinate sunt puse pe seama lipsei concordanței cu practicile și politicile contabile internaționale, prezentării lacunare a informațiilor în raportări ori furnizării unor date lipsite de relevanță. În plus, gradul redus de implicare a părților interesate și inexistența unui cadru legal general aplicabil, amplifică adoptarea defectuoasă a mecanismelor de guvernare. Un alt impediment este dat de prudența excesivă a managementului companiilor, concretizată în nerespectarea principiului transparenței în raportare.

Mai mult decât atât, unele dintre studii<sup>17, 18</sup> relevă că starea de dezechilibru se menține constantă din cauza așa-numitei *probleme a agenției*, care constă în orientarea managerilor către atingerea propriilor obiective. Astfel, acțiunile pentru maximizarea valorii companiei nu mai prezintă interes, printre consecințe numărându-se destabilizarea legăturilor cu părțile interesate. În vederea prevenirii și diminuării *problemei agenției*, este necesar ca remunerarea conducerii să fie stabilită în conformitate cu politici echitabile, care să asigure motivația de a acționa în interesul companiei.

Analiza guvernării corporative în România atrage atenția asupra indicatorilor, precum: existența comitetelor consultative, diversitatea de gen ori ponderea membrilor neexecutivi în Consiliu. De asemenea, distingem frecvența întâlnirilor și pregătirea profesională a conducerii. Pentru entitățile românești listate, activând în industria energetică și în care statul este acționar majoritar, reprezentarea în Consiliu de către femei nu reprezintă o prioritate. Pe de altă parte însă, identificăm interesul sporit din partea societăților pentru existența și funcționarea comitetelor consultative (nominalizare, audit și remunerare). Concomitent, evoluția se remarcă la nivelul transparenței. Companiile procedează la completarea și publicarea declarației *Aplici sau Explici* și tind să înregistreze un grad superior al conformității cu prevederile stipulate în Codul BVB. În același timp, acestea oferă justificări și perspective de respectare a cerințelor pentru care neconformitatea este totală sau parțială<sup>19</sup>.

Prin urmare, pe teritoriul național, guvernarea corporativă funcționează în concordanță cu regulamentul Comisiei Naționale de Valori Mobiliare, Codul Civil, recomandările emise de OECD. Acestea stau la baza prevederilor incluse în Codul de guvernare corporativă al BVB și a legislației care reglementează activitatea pieței de capital<sup>20</sup>.

În completarea cadrului de reglementare național, menționăm *Legea 31/1990*, cu modificările și completările ulterioare, privind societățile comerciale și sistemul de administrare a acestora. Distingem, așadar, societăți administrate în sistem unitar și dualist. Elementul central în cadrul societăților administrate în sistem unitar este Consiliul de Administrație, care își asumă responsabilități de conducere. Sistemul dualist se diferențiază prin două structuri, și anume Directoratul și Consiliul de Supraveghere<sup>21</sup>.

Versiunea aplicabilă în prezent a Codului de guvernare corporativă al BVB este cea din 2015 și funcționează pe baza principiului *Aplici sau Explici*, facilitând prezentarea transparentă a informațiilor. Dintre datele solicitate a fi furnizate de către companii, amintim aspecte privitoare la: Codul de guvernare adoptat în mod voluntar, acționari, Consiliu de Administrație, structuri manageriale, responsabilitate socială, politici privind remunerarea. Reglementarea principiului

---

<sup>17</sup> Albu, N., Durica, A., Grigore, N., Grigoraș, D., Mateescu, R., Ichim, A., Guvernarea corporativă în România. Percepții și perspective, Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, CECCAR, 2013, pp. 37-42.

<sup>18</sup> Dedu, V., Chișan, Gh., The influence of internal corporate governance on bank performance – an empirical analysis for Romania, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2013, pp. 1114-1123.

<sup>19</sup> Bătae, O., M., Feleagă, L., Guvernarea corporativă în societățile listate și controlate de stat din sistemul energetic românesc, Audit Financiar, 2020, pp. 294-308.

<sup>20</sup> Tofan, M., Bercu, A., M., Cigu, E., Corporate governance framework in Romanian companies, Procedia Economics and Finance, 2015, pp. 629-636.

<sup>21</sup> Parlamentul României, Legea nr. 31/16 Noiembrie 1990, privind societățile comerciale, Monitorul Oficial, 2004.

*Aplici sau Explici* este asigurată prin OMFP 3055/2009, cadrul legislativ național fiind în concordanță cu Directivele Europene specifice în domeniu<sup>22</sup>.

Performanța corporativă este un concept care depășește barierele obiectivelor financiare reprezentate de maximizarea rezultatelor, orientându-se către menținerea în companii a unui climat echilibrat din punct de vedere social, al mediului și al guvernantei. Așadar, echilibrul înglobează aspecte de natură financiară și nefinanciară, precum stabilirea de relații statornice cu părțile interesate, consolidarea sistemului decizional, adaptare în vederea obținerii avantajelor competitive. Dincolo de rezultatele financiare, aprecierea performanței unei companii se reflectă în inovație, soluții care să răspundă nevoilor consumatorilor, elaborarea de bugete, formare profesională continuă, calitatea raportării<sup>23</sup>.

Potrivit cercetărilor din literatura de specialitate, printre modalitățile de măsurare a performanței se înscrie rentabilitatea, care permite, totodată, aprecierea eficacității sistemului managerial, ținându-se seama de eforturile companiei de a se menține pe poziții centrale în raport cu principalii concurenți. În același timp, un rol esențial în aprecierea performanței este dat de capacitatea conducerii de a acționa responsabil și de a gestiona corespunzător resursele de care dispune<sup>24</sup>.

Performanța este puternic determinată de mediul intern companiilor, de strategiile elaborate la nivel managerial și totalitatea deciziilor adoptate. Mediul intern este asociat cu structura Consiliului de Administrație. În astfel de circumstanțe, remarcăm că demersurile întreprinse de reprezentanții Consiliului determină în mod direct maximizarea valorii companiei. Dintre acestea, exemplificăm supervizarea activității manageriale, prevenirea și combaterea riscurilor, preocuparea permanentă față de calitatea bunurilor ori serviciilor oferite consumatorilor<sup>25</sup>.

În legătură cu aprecierea relației dintre performanță și guvernanță, Wicaksono et al.<sup>26</sup> exprimă opinia conform căreia ponderea investitorilor instituționali exercită o influență notabilă asupra performanței. Pe de o parte, impactul activității Consiliului este semnificativ. Pe de altă parte însă, ponderea membrilor independenți și comitetul de audit nu influențează situația economico-financiară a companiilor. Paniagua et al.<sup>27</sup> promovează, de asemenea, ideea că mecanismul de guvernanță reprezentat prin structura Consiliului de Administrație determină obținerea performanței. În plus, autorii includ în analiză remunerarea conducerii prin prisma politicilor de acordare a dividendelor, considerând influența acestora ca fiind notabilă.

Problematika guvernantei corporative corelată cu performanța financiară continuă să fie aprofundată de reprezentanții mediului științific românesc. Rezultatele studiului efectuat de Lungu et al.<sup>28</sup>, relevă orientarea cercetătorilor români către metodologia de tip cantitativ, aprecierea guvernantei raportată la cerințele stipulate în Codul BVB și utilizarea statisticilor descriptive în identificarea corelațiilor cu indicatorii de performanță.

---

<sup>22</sup> Albu, C., N., Gîrbină, M., M., Compliance with corporate governance codes in emerging economies. How do Romanian listed companies “comply-or-explain”?, *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 2015, pp. 85-107.

<sup>23</sup> Perpelea, M., Mihalcea, A., Perpelea, O., M., Bune practici și strategii pentru creșterea performanței organizaționale –Note de curs-, Editura Tritonic, 2016.

<sup>24</sup> Wicaksono, R., Saputra, D., Anam, H., Influențele mecanismului de guvernanță corporativă asupra performanței financiare a unei companii, *Audit Financiar*, 2019, pp. 496-506.

<sup>25</sup> Hassan, R., Marimuthu, M., Johl, S., K., Diversity, Corporate Governance and Implication in Firm Financial Performance, *Global Business and Management Research: An International Journal*, 2015, pp. 28-36.

<sup>26</sup> Wicaksono, R., Saputra, D., Anam, H., Influențele mecanismului de guvernanță corporativă asupra performanței financiare a unei companii, *Audit Financiar*, 2019, pp. 496-506.

<sup>27</sup> Paniagua, J., Rivelles, R., Sapena, J., Corporate governance and firm performance: The role of ownership and board structure, *Journal of Business Research*, 2018, pp. 229-234.

<sup>28</sup> Lungu, C., I., Mititean, P., Caraiani, C., Constantinescu, D., A structured literature review of corporate governance and performance research within an emerging country setting, *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 2020, pp. 707-733.

Având în vedere rezultatele consemnate în studii reprezentative, sunt definite următoarele ipoteze ale cercetării:

**H1:** *Mecanismele guvernantei corporative sunt asociate semnificativ cu performanța companiilor listate la Bursa de Valori București.*

**H2:** *Guvernanța corporativă are un impact semnificativ asupra performanței cuantificate prin rata rentabilității activelor (rentabilității economice).*

**H3:** *Guvernanța corporativă are un impact semnificativ asupra performanței cuantificate prin rata rentabilității capitalurilor (rentabilității financiare).*

**H4:** *Guvernanța corporativă are un impact semnificativ asupra performanței financiare cuantificate prin rata îndatorării.*

## **2. Metodologia cercetării**

### **2.1. Metoda de cercetare și colectarea datelor**

Studiul are drept obiectiv examinarea modului în care performanța financiară a companiilor tranzacționate pe piața românească de capital este supusă influenței exercitate de mecanismele guvernantei corporative. Analiza este relevantă prin prisma ariei de cercetare și a diversității eșantionului. Mai mult decât atât, studiul permite crearea unei viziuni actuale de ansamblu asupra unei economii emergente, prin asocierea dimensiunilor financiare cu acelea de tip nefinanciar.

Metoda de cercetare este abordată deopotrivă din punct de vedere empiric și fundamental. Cercetarea de tip fundamental constă în abordarea valențelor teoretice ale guvernantei corporative și performanței financiare, prin prisma revizuirii literaturii de specialitate. Cercetarea empirică are caracter preponderent aplicativ și urmărește stabilirea și interpretarea corelațiilor existente la nivelul indicatorilor de guvernanta corporativă și a celor ce vizează performanța financiară. Simultan, demersul de tip cantitativ este susținut prin analiza de conținut, care facilitează colectarea datelor.

În eșantion sunt incluse 53 de companii nefinanciare, listate la Bursa de Valori București, care se încadrează în segmentul ce cuprinde piața reglementată, iar perioada de referință este anul 2020. În faza incipientă, eșantionul este format dintr-un total de 79 de companii, ulterior fiind excluse entitățile ale căror date s-au dovedit a fi insuficiente pentru realizarea studiului. Concomitent, am exclus din eșantion companiile aflate în reorganizare judiciară. De asemenea, au fost eliminate din analiză societățile ce activează în domenii precum intermediari financiare și asigurări. Dintre segmentele de activitate ale entităților, menționăm industria extractivă, industria prelucrătoare, comerț cu amănuntul, transport și depozitare, hoteluri și restaurante, sănătate, fabricarea vinurilor, etc.

Dat fiind faptul că societățile sunt cotate, culegerea datelor este facilitată de existența rapoartelor anuale, publicate de BVB. În același timp, disponibilitatea rapoartelor poate fi consultată și pe paginile oficiale de internet ale companiilor. Printre informațiile urmărite se numără date financiare, necesare în calculul indicatorilor de performanță, și nefinanciare, utilizate în stabilirea variabilelor de guvernanta. Variabilele cercetării sunt prezentate detaliat în secțiunea 2.2.

Aprecierea modului în care performanța financiară este influențată de practicile guvernantei corporative se realizează prin construirea a trei ecuații de regresie. Culegerea și centralizarea datelor, precum și prelucrarea primară a acestora, au fost facilitate de utilizarea software-ului *Microsoft Excel*. Pentru realizarea analizei statistice, a stabilirii corelațiilor între variabile și a analizei de regresie, a fost utilizat software-ul *SPSS Statistics, Versiunea 23*.

## 2.2. Prezentarea variabilelor și modelul de regresie

Un prim indicator care cuantifică performanța financiară este rata rentabilității activelor (*Return of Assets*), calculată ca raport între profitul net și totalul activelor companiei. Rata rentabilității capitalurilor (*Return of Equity*) este cel de-al doilea indicator, calculat prin raportarea rezultatului net la valoarea totală a capitalurilor. Nu în ultimul rând, menționăm rata îndatorării (*Leverage Ratio*), exprimată ca raport între totalul datoriilor și totalul capitalurilor proprii. Indicatorii calculați sunt incluși succesiv ca variabile dependente în cadrul modelelor de regresie. Unii dintre reprezentanții mediului de cercetare utilizează variabile similare în lucrări de referință<sup>29, 30, 31, 32</sup>. Alți autori<sup>33, 34, 35, 36</sup>, aleg să includă în exprimarea performanței indicatorul Tobin's Q.

Variabilele independente se prezintă sub forma caracteristicilor de guvernare corporativă. Printre variabilele întâlnite preponderent în literatura de specialitate, se numără diversitatea de gen<sup>37, 38</sup>, politici privind remunerarea<sup>39</sup>, procentul membrilor neexecutivi în Consiliu<sup>40</sup>. De asemenea, amintim funcționarea comitetelor de nominalizare, remunerare și audit, menite să sprijine activitatea Consiliului<sup>41</sup>, procentul deținut de investitorii străini, dualitatea directorului executiv<sup>42, 43</sup>, sistemul de administrare a companiei<sup>44</sup>.

Tabelul 1 prezintă variabilele utilizate în cadrul studiului și include descrierea acestora, codul utilizat pentru abreviere, precum și modul de măsurare sau formula de calcul.

---

<sup>29</sup> Achim, M., V., Borlea, S., N., Mare, C., Corporate Governance and business performance: Evidence for the Romanian economy, *Journal of Business Economics and Management*, 2016, pp. 458-474.

<sup>30</sup> Arora, A., Bodhanwala, S., Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence, *Global Business Review*, 2018, pp. 675-689.

<sup>31</sup> Bhagat, S., Bolton, B., Corporate governance and firm performance, *Journal of Corporate Finance*, 2008, pp. 257-273.

<sup>32</sup> Dang A., R., L. Houanti, N. T. Le, M.-C. Vu, Does corporate governance influence firm performance? Quantile regression evidence from a transactional economy, *Applied Economics Letters*, 2017, pp. 984-988.

<sup>33</sup> Badriyah, N., Sari, R., N., Basri, Y., M., The Effect of Corporate Governance and Firm Characteristics on Firm Performance and Risk Management as an Intervening Variable, *Procedia Economics and Finance*, 2015, pp. 868-875.

<sup>34</sup> Brown, L., D., Caylor, M., L., Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, pp. 409-434.

<sup>35</sup> Gherghina, Ș., C., Guvernanța corporativă și valoarea întreprinderii, Editura ASE, 2017, pp. 85-108; 137-150.

<sup>36</sup> Yu, E., P., Guo., C., Q., Luu, B., V., Environmental, social and governance transparency and firm value, *Business Strategy and the Environment*, 2018, pp. 987-1004.

<sup>37</sup> Fernando, G., D., Jain, S., S., Tripathy, A., Gender diversity, managerial ability and firm performance, *Journal of Business Research*, 2020, pp. 484-496.

<sup>38</sup> Ionașcu, M., Ionașcu, I., Săcărin, M., Minu, M., Women on Boards and Financial Performance: Evidence from a European Emerging Market, *Sustainability*, 2018.

<sup>39</sup> Müller, V., O., Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 2014, pp. 983-988.

<sup>40</sup> Müller, V., O., Ienciu, I., A., Bonaci, C., G., Filip, C., I., Bune practici privind caracteristicile bordului de conducere și performanța financiară. Rezultate în contextul pieței de capital europene, *Amfiteatru Economic*, 2014, pp. 504-516.

<sup>41</sup> Puni, A., Anlesinya, A., Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country, *International Journal of Law and Management*, 2020, pp. 147-169.

<sup>42</sup> Vintilă, G., Gherghina, Ș., C., An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance, *International Business Research*, 2012, pp. 175-191.

<sup>43</sup> Gaur, S., S., Bathula, H., Singh, D., Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework, *Management Decision*, 2015, pp. 911-931.

<sup>44</sup> Bătae, O., M., Feleagă, L., Guvernanța corporativă în societățile listate și controlate de stat din sistemul energetic românesc, *Audit Financiar*, 2020, pp. 294-308.



Tabel 1

## Prezentarea variabilelor utilizate în cercetare

Variabile - abreviere	Descriere	Măsurare
<i>Variabile dependente (privind performanța financiară)</i>		
ROA	Rata rentabilității activelor (%)	Profit net/Total active
ROE	Rata rentabilității capitalurilor (%)	Profit net/Capitaluri proprii
LEV	Rata îndatorării (%)	Datorii totale/Capitaluri proprii
<i>Variabile independente (caracteristici ale guvernanței corporative)</i>		
D_NEEEXEC	Ponderea directorilor neexecutivi în Consiliu (%)	Numărul membrilor neexecutivi raportat la numărul total al membrilor Consiliului
REM_CONDUCERII	Remunerarea conducerii (Secțiunea C Cod Guvernanță); existența unei politici la nivelul companiei și aplicarea ei	2 - Îndeplinită total 1 - Îndeplinită parțial 0 - Neîndeplinită
DUALITATE_DE	Dualitatea directorului executiv (Separarea conducerii)	1 - Directorul general nu este președinte al Consiliului 0 - Directorul general este președinte al Consiliului
INV_STRĂINI	Ponderea investitorilor străini (%)	Procentul deținut de investitorii străini (persoane fizice și/sau juridice)
SIST_ADMIN	Sistemul de administrare a companiei	1 - Unitar 0 - Dualist
ALTE_COMITETE	Alte comitete (remunerare, nominalizare, audit) care sprijină activitatea Consiliului	3 - Trei comitete 2 - Două comitete 1 - Un singur comitet 0 - Nici un comitet
DIV_GEN	Diversitatea de gen	Ponderea femeilor în rândul membrilor Consiliului (%)
<i>Variabile de control</i>		
LNTA	Mărimea companiei exprimată pe baza valorii totale a activelor	Calculată ca logaritm natural din valoarea totală a activelor
LIST	Perioada de când compania este listată pe piața de capital	Exprimată prin numărul total al anilor de când compania este listată

Sursa: Listă adaptată pe baza studiilor de referință prezentate în cadrul secțiunii 2.2.

Pentru a răspunde ipotezelor cercetării, utilizăm următorul model generic de regresie:

$$PF_i = \beta_0 + \beta_1 * D\_NEEXEC_i + \beta_2 * REM\_CONDUCERII_i + \beta_3 * DUALITATE\_DE_i + \beta_4 * INV\_STRĂINI_i + \beta_5 * SIST\_ADMIN_i + \beta_6 * ALTE\_COMITETE_i + \beta_7 * DIV\_GEN_i + \beta_8 * LNTA_i + \beta_9 * LIST_i + \epsilon_i,$$

unde  $PF_i$  reprezintă performanța financiară, care este înlocuită succesiv cu variabilele dependente (ROA, ROE, LEV),  $\beta_0$  reprezintă termenul liber, indicatorii  $\beta_1 \dots \beta_9$  reprezintă coeficienții factorilor de influență întâlniți sub forma variabilelor de guvernanță corporativă, iar  $\epsilon_i$  reprezintă eroarea.

### 3. Analiza rezultatelor cercetării

#### 3.1. Statistici descriptive

Tabelul 2 prezintă principalii indicatori statistici calculați pentru variabilele incluse în cercetare. Scopul statisticilor descriptive este acela de a oferi o imagine de ansamblu asupra tuturor variabilelor și a semnificației acestora, prin descrierea de tip cantitativ.

Tabel 2

	Minim	Maxim	Medie	Mediană	Deviație Standard	Asimetrie	Boltire
D_NEEEXEC	20,00	100,00	78,66	80,00	21,88	-0,72	-0,27
REM_CONDUCERII	0,00	2,00	1,17	1,00	0,84	-0,33	-1,53
DUALITATE_DE	0,00	1,00	0,68	1,00	0,47	-0,79	-1,43
INV_STRĂINI	0,00	96,00	15,58	0,00	27,67	1,60	1,24
SIST_ADMIN	0,00	1,00	0,94	1,00	0,23	-3,95	14,13
ALTE_COMITETE	0,00	3,00	1,38	1,00	1,18	0,37	-1,38
DIV_GEN	0,00	67,00	19,11	20,00	19,21	0,79	0,04
LNTA	13,21	22,72	18,46	18,64	2,00	-0,55	1,05
LIST	1,00	27,00	15,00	14,00	6,91	0,05	-1,03
ROA	-17,76	35,70	2,7950	2,96	9,13	0,33	2,47
ROE	-52,80	38,33	4,4712	6,48	16,17	-1,35	4,07
LEV	-356,57	453,91	52,5889	35,05	95,95	0,31	11,55

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Din examinarea datelor obținute, observăm că minimum ponderii directorilor neexecutivi atinge valoarea de 20%, media înregistrată fiind de 78,66%, cu o mediană apropiată ca valoare (80%), iar deviația standard 21,88%. Din analiză rezultă că în componența Consiliilor ponderea membrilor neexecutivi este de cel puțin 20%. În ceea ce privește participarea la capitalul social a investitorilor străini, persoane fizice și/sau juridice, remarcăm prezența acestora cu o medie de aproximativ 16%.

Ponderea prezenței femeilor în rândul membrilor Consiliului înregistrează o valoare maximă de 67%, minimum fiind 0%. Așadar, constatăm că unele dintre societățile din eșantion nu sunt adepte ale principiilor diversității de gen în reprezentarea structurilor de conducere, media înregistrată fiind de 19,11%. Studiile de referință din domeniu emit opinia conform căreia creșterea reprezentării în structurile de conducere de către femei are efecte benefice. De exemplu, distingem o bună organizare la nivelul structurilor manageriale, care facilitează obținerea unei mai bune performanțe<sup>45</sup>. Pentru a exprima mărimea companiei, am logaritmat valoarea activelor totale, cu o medie de 18,46% pentru companiile incluse în eșantion.

Numărul maxim al anilor de listare este de 27. Limita inferioară atinge valoarea 1, relevând că există societăți a căror tranzacționare a avut loc recent. Media longevității pe piața de capital este de 15 ani.

În continuare, evidențiem situația indicatorilor financiari. ROA atinge o medie de 2,79%, cu o deviație standard de 9,13%. În ceea ce privește ROE, deviația atinge valoarea de 16,17%, în timp ce media înregistrată este de 4,47%. Aceste valori destul de scăzute se explică în contextul unui exercițiu financiar dificil, datorat crizei globale generate de pandemia de coronavirus. Rata îndatorării (LEV) se remarcă printr-o deviație standard care atinge valoarea de 95,95% și o medie de 52,58%.

<sup>45</sup> Fernando, G., D., Jain, S., S., Tripathy, A., Gender diversity, managerial ability and firm performance, Journal of Business Research, 2020, pp. 484-496.

Tabelul de frecvențe pentru indicatorii de tip nominal

		Frecvențe	Procent valid
REM_CONDUCERII	neîndeplinită	15	28,3
	îndeplinită parțial	14	26,4
	îndeplinită total	24	45,3
	Total	53	100,0
DUALITATE_DE	Directorul este președinte al Consiliului	17	32,1
	Directorul nu este președinte al Consiliului	36	67,9
	Total	53	100,0
SIST_ADMIN	dualist	3	5,7
	unitar	50	94,3
	Total	53	100,0
ALTE_COMITETE	niciun comitet	14	26,4
	un singur comitet	21	39,6
	două comitete	2	3,8
	trei comitete	16	30,2
	Total	53	100,0

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Pentru indicatorii de tip nominal, pe baza statisticilor descriptive, se completează prezentarea caracteristicilor variabilelor incluse în cercetare cu analiza frecvențelor, al cărei grad de relevanță se dovedește a fi superior, date fiind particularitățile variabilelor (Tabel 3). Astfel, în ceea ce privește indicatorul REM\_CONDUCERII, remarcăm faptul că 45,3% dintre societăți respectă în totalitate prevederea din cuprinsul secțiunii C stipulată în Codul de governanță al BVB. Aprecierea este favorabilă, relevând orientarea companiilor către conformitatea cu cerințele de governanță aplicabile. Müller et al.<sup>46</sup> consemnează influențele pe care politicile de remunerare le exercită asupra performanței.

Valoarea 0 atribuită variabilei DUALITATE\_DE este interpretată prin faptul că directorul executiv îndeplinește simultan funcția de președinte al Consiliului de Administrație/Supraveghere. Rezultatele analizei relevă că pentru numai 32% dintre companii funcțiile sunt atribuite aceleiași persoane. Unii cercetători susțin că efectele lipsei separării conducerii pot influența negativ performanța<sup>47, 48, 49</sup>. În ceea ce privește sistemul de administrare, constatăm că 94% dintre entități sunt administrate în sistem unitar.

Un alt detaliu semnificativ este legat de faptul că în doar 30% dintre companii funcționează trei comitete (nominalizare, remunerare, audit) menite să susțină activitatea Consiliului. Cea mai frecventă situație este aceea în care este constituit și funcționează un singur comitet, context întâlnit pentru aproximativ 40% dintre societățile incluse în cercetare.

<sup>46</sup> Müller, V., O., Ienciu, I., A., Bonaci, C., G., Filip, C., I., Bune practici privind caracteristicile bordului de conducere și performanța financiară. Rezultate în contextul pieței de capital europene, Amfiteatru Economic, 2014, pp. 504-516.

<sup>47</sup> Chaghadari, M., F., Chaleshtori, G., N., Corporate Governance and Firm Performance, International Conference on Sociality and Economics Development, IACSIT Press, 2011, pp. 484-489.

<sup>48</sup> Dang A., R., L. Houanti, N. T. Le, M.-C. Vu, Does corporate governance influence firm performance? Quantile regression evidence from a transactional economy, Applied Economics Letters, 2017, pp. 984-988.

<sup>49</sup> Vintilă, G., Gherghina, Ș., C., An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance, International Business Research, 2012, pp. 175-191.

### 3.2. Analiza corelației dintre guvernarea corporativă și performanța financiară

Pentru a testa prima ipoteză propusă, **H1**: *Mecanismele guvernării corporative sunt asociate cu performanța companiilor listate la Bursa de Valori București*, am utilizat analiza de corelație. Cu ajutorul calculului coeficientului de corelație liniară *Pearson*, am identificat corelațiile stabilite între variabilele de guvernare și indicatorii privind performanța. Rezultatele obținute sunt prezentate în Anexa 1 și permit observarea intensității legăturilor. De exemplu, la nivelul rentabilității activelor, sunt stabilite legături pozitive cu indicatori de guvernare precum remunerarea conducerii (REM\_COND), dualitatea directorului executiv (DUALITATE\_DE) și existența comitetelor cu rol suportiv în activitatea conducerii (ALTE\_COMITETE: remunerare, nominalizare, audit).

Situația este similară în cazul rentabilității capitalurilor. Corelațiile semnificative la un prag de 1% sunt stabilite cu separarea conducerii reflectată prin dualitatea directorului executiv (DUALITATE\_DE), existența altor comitete (ALTE\_COMITETE) și remunerarea conducerii (REM\_CONDUCERII), reflectată prin conformitatea cu prevederea din cuprinsul secțiunii C a Codului BVB.

Rata îndatorării este semnificativ corelată, la un prag de 5%, cu mărimea companiei (LNTA). Corelațiile stabilite la pragul de 1% sunt cu sistemul în care compania este administrată (SIST\_ADMIN), dualitatea directorului executiv (DUALITATE\_DE) și existența comitetelor de audit, nominalizare și remunerare (ALTE\_COMITETE).

Aprecierea corelațiilor relevă că modificarea indicatorilor de guvernare evoluează direct proporțional cu indicatorii performanței. De exemplu, dacă remunerarea conducerii se realizează în mod echitabil, iar Consiliul beneficiază de suport din partea comitetelor constituite la nivel intern, atunci se obține o performanță financiară la un nivel superior în intervalul temporal analizat. Performanța se poate concretiza în majorarea rentabilității și echilibrul gradului îndatorării, prin coexistența dintre sursele externe de finanțare și cele interne. Asocierea dintre variabile este completată în secțiunile 3.3., 3.4. și 3.5., prin elaborarea a trei modele de regresie, menite să contureze relația fiecărui indicator financiar cu variabilele ce vizează guvernarea corporativă.

În continuare, pentru a răspunde obiectivului cercetării, sunt testate ipotezele referitoare la influența mecanismelor de guvernare corporativă asupra performanței companiilor listate la Bursa de Valori București. Este utilizată analiza de regresie bazată pe elaborarea a trei modele, în care fiecare dintre variabilele dependente (ROA, ROE, LEV) este corelată cu variabilele alese pentru a reflecta mecanismele de guvernare corporativă, stabilite și explicate pe baza studiilor de referință ce abordează astfel de teme.

### 3.3. Influența guvernării corporative asupra rentabilității activelor (ROA)

Premergător analizei de regresie, au fost testate corelațiile dintre variabilele de guvernare, considerate independente, și variabila dependentă reprezentată de rata rentabilității activelor.

Inițial, pentru construirea modelului de regresie, au fost incluse toate variabilele caracteristice guvernării, considerate independente (Tabele 4.1. și 4.2.). În cadrul modelului econometric se mențin exclusiv variabilele apreciate ca fiind semnificative din punct de vedere statistic. Rezultatele obținute în urma modelării inițiale a legăturii cu variabilele de guvernare pot fi observate în Tabelul 4.1.

Tabel 4.1.

Sumarul modelului ANOVA pentru toate variabilele									
R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistici					Statistica Durbin-Watson
				Modificarea R <sup>2</sup>	F	Grad de libertate 1	Grad de libertate 2	Sig.	
0,620	0,384	0,255	7,88207	0,384	2,977	9	43	0,008	1,647

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Valoarea statisticii F (2,977) este semnificativă statistic, ceea ce relevă că modelul poate fi utilizat pentru a explica rentabilitatea activelor. Mai mult, *R Square* în valoare de 38,4% explică

Într-o proporție relevantă impactul mecanismelor de guvernare asupra performanței financiare. Statistica Durbin-Watson relevă faptul că erorile nu sunt autocorelate. Valoarea lui R (0,620) exprimă intensitatea legăturii, apreciată ca fiind puternică.

Tabel 4.2.

Analiza de regresie pentru relația ROA – mecanisme de guvernare corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
D_NEEEXEC	0,057	0,070	0,136	0,817	0,418
INV_STRĂINI	0,097	0,042	0,294	2,282	0,027
DIV_GEN	-0,053	0,060	-0,111	-0,883	0,382
LNTA	-0,415	0,618	-0,091	-0,671	0,506
LIST	-0,170	0,167	-0,128	-1,015	0,316
REM_CONDUCTERII	-0,983	1,549	-0,091	-0,635	0,529
DUALITATE_DE	6,324	2,885	0,326	2,192	0,034
SIST_ADMIN	5,959	5,090	0,152	1,171	0,248
ALTE COMITETE	3,401	1,069	0,440	3,182	0,003

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Conform Tabelului 4.2., singurii indicatori care determină în măsură semnificativă evoluția rentabilității activelor (ROA) sunt reprezentați de ponderea investitorilor străini în companie (INV\_STRĂINI), existența și funcționarea comitetelor de nominalizare, audit și remunerare (ALTE COMITETE) și dualitatea directorului executiv (DUALITATE\_DE). Impactul celor trei mecanisme de guvernare este pozitiv, arătând o creștere a rentabilității economice pentru companiile care au un procent mai mare de investitori străini, mai multe comitete care sprijină activitatea Consiliului de Administrație/Supraveghere și în care directorul executiv nu deține simultan funcția de președinte al Consiliului.

Dintre variabilele care au impact negativ asupra ratei rentabilității activelor, amintim diversitatea de gen, mărimea companiei exprimată prin logaritmul valorii totale a activelor (LNTA), numărul anilor de listare și remunerarea conducerii. De exemplu, la o creștere cu 1% a ponderii reprezentării în Consiliu de către femei, în condițiile menținerii constante a celorlalți factori, rentabilitatea activelor înregistrează o scădere de 0,053%. Creșterea cu un an a perioadei de când compania este cotate pe piața de capital determină diminuarea ratei rentabilității activelor cu 0,17%.

Influențele exercitate de ponderea directorilor neexecutivi în Consiliu și sistemul în care este administrată compania asupra înregistrării performanței sunt pozitive, însă nu sunt semnificative din punct de vedere statistic.

În continuare, pe baza variabilelor a căror semnificație din punct de vedere statistic este relevantă (potrivit rezultatelor analizei de corelație), este construit un nou model de regresie. În temeiul acestui model, vor fi desprinse principalele concluzii ale cercetării, fiind permisă, totodată, compararea rezultatelor obținute cu acelea existente în alte studii de referință. Ecuația de regresie se prezintă după cum urmează:

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 * INV\_STRĂINI_i + \beta_2 * DUALITATE\_DE_i + \beta_3 * ALTE\_COMITETE_i + \epsilon_i,$$

unde  $ROA_i$  reprezintă variabila dependentă,  $\beta_0$  este termenul liber,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  și  $\beta_3$  reprezintă coeficienții celor trei variabile independente, în timp ce  $\epsilon_i$  reprezintă eroarea.

Rezultatele obținute în urma modelării legăturii cu variabilele semnificative din punct de vedere statistic pot fi observate în Tabelul 5.1.

Tabel 5.1.

R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistici					Statistica Durbin-Watson
				Modificarea R <sup>2</sup>	F	Grad de libertate 1	Grad de libertate 2	Sig.	
0,619	0,383	0,346	7,65322	0,383	10,365	3	50	0,000	1,765

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Interpretarea indicatorului *R Square* permite observarea faptului că 38,3% din evoluția rentabilității activelor este explicată de variabilele independente INV\_STRĂINI, ALTE\_COMITETE și DUALITATE\_DE. Indicatorul R relevă intensitatea legăturii stabilite între variabile. Valoarea de 0,619 consemnează că legătura este puternică. Statistica Durbin-Watson atinge valoarea de 1,765, fapt de unde rezultă că erorile nu sunt autocorelate. Din punct de vedere statistic, modelul de regresie este semnificativ, reprezentativ pentru eșantionul și perioada supuse analizei.

Tabel 5.2.

#### Analiza de regresie pentru relația ROA - mecanisme semnificative de guvernanză corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
INV_STRĂINI	0,089	0,038	0,298	2,326	0,024
DUALITATE_DE	5,040	1,750	0,439	2,880	0,006
ALTE_COMITETE	3,462	0,773	0,661	4,477	0,000

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Comparativ cu valorile din modelul extins, de această dată coeficientul B înregistrează valori mai scăzute pentru variabilele INV\_STRĂINI și DUALITATE\_DE, în timp ce pentru indicatorul ALTE\_COMITETE, valoarea este superioară. Valorile exprimate prin *Sig.* se găsesc în scădere, fapt ce susține semnificația lor din punct de vedere statistic. Accentuăm, în acest caz, semnificația statistică a celor trei variabile păstrate în analiză.

Rezultatele obținute validează ipoteza **H2**, susținând existența influenței ponderii investitorilor străini, dualității directorului executiv și funcționării comitetelor consultative asupra ratei rentabilității activelor.

### 3.4. Influența guvernanză corporative asupra rentabilității capitalurilor (ROE)

Variabila dependentă a celei de-a doua ecuații de regresie este rata rentabilității capitalurilor (ROE). Am procedat la includerea inițială a tuturor variabilelor independente. Ca urmare a modelării legăturilor cu variabilele specifice guvernanză, rezultatele pot fi observate în Tabelul 6.1.

Tabel 6.1.

R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistici					Statistica Durbin-Watson
				Modificarea R <sup>2</sup>	F	Grad de libertate 1	Grad de libertate 2	Sig.	
0,616	0,380	0,250	14,00838	0,380	2,929	9	43	0,008	2,211

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Aprecierea stabilită cu ajutorul valorii lui F este favorabilă, exprimând că modelul este relevant pentru a explica rentabilitatea capitalurilor. Performanța financiară cuantificată prin rentabilitatea capitalurilor este explicată în proporție de 38% pe baza practicilor de guvernanză corporativă. Potrivit valorii lui R, legătura dintre variabile este puternică.

Tabel 6.2.

## Analiza de regresie pentru relația ROE-mecanisme de guvernare corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
D_NEEEXEC	0,072	0,124	0,097	0,578	0,566
REM_COND	-0,119	2,753	-0,006	-0,043	0,966
DUALITATE_DE	-8,758	5,127	-0,255	-1,708	0,095
INV_STRĂINI	0,096	0,076	0,163	1,265	0,213
SIST_ADMIN	-15,323	9,046	-0,221	-1,694	0,098
ALTE_COMITETE	6,441	1,900	0,470	3,390	0,002
DIV_GEN	0,197	0,106	0,234	1,865	0,069
LNTA	-1,252	1,099	-0,155	-1,139	0,261
LIST	-0,371	0,297	-0,159	-1,251	0,218

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Legătura directă este stabilită exclusiv între rata rentabilității capitalurilor și existența comitetelor de audit, remunerare și nominalizare, a căror responsabilitate este aceea de a susține activitatea Consiliului. Așadar, ALTE\_COMITETE va fi singura dintre variabilele independente incluse în ecuația de regresie.

Dintre legăturile pozitive stabilite între performanța cuantificată prin rata rentabilității capitalurilor și mecanismele de guvernare corporativă, menționăm relația ROE-D\_NEEEXEC, ROE-INV\_STRĂINI, precum și ROE-DIV\_GEN. Din aprecierea legăturilor, constatăm însă lipsa semnificației din punct de vedere statistic.

Corelațiile negative consemnate între rentabilitatea capitalurilor și indicatorii de guvernare sunt întâlnite la nivelul remunerației conducerii și dualității directorului executiv. Cea de-a treia corelație negativă este întâlnită la nivelul sistemului administrării companiei. Nu în ultimul rând, includem în această categorie mărimea companiei și numărul anilor de când a avut loc listarea pe piața de capital. De exemplu, creșterea cu un an a longevității companiei pe piața de capital generează o diminuare a rentabilității capitalurilor cu 0,371%. Prin urmare, ecuația de regresie va avea următoarea formă:

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 * ALTE\_COMITETE_i + \epsilon_i.$$

Variabila dependentă este reprezentată de  $ROE_i$ ,  $\beta_0$  este termenul liber,  $ALTE\_COMITETE_i$  este variabila independentă, iar eroarea este dată de  $\epsilon_i$ .

Tabel 7.1.

## Sumarul analizei de regresie

R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistica Durbin-Watson
0,457	0,209	0,194	14,93871	2,189

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Evoluția rentabilității capitalurilor este explicată în proporție de 20,9% de variabila independentă ALTE\_COMITETE. Intensitatea legăturii este apreciată cu ajutorul indicatorul R, a cărui valoare stabilește o legătură puternică între cele două variabile. Conchidem prin a aprecia că modelul de regresie este semnificativ statistic.

Tabel 7.2.

## Analiza de regresie pentru relația ROE - mecanisme semnificative de guvernare corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
ALTE_COMITETE	4,210	1,136	0,457	3,706	0,001

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

În modelul extins, coeficientul B a înregistrat o valoare de 6,441, în timp ce valoarea înregistrată în urma modelării finale este de 4,210. Semnificația statistică este dată de valoarea lui *Sig.*, care tinde spre 0, găsimu-se, totodată, în scădere comparativ cu situația modelării inițiale. Prin urmare, ipoteza **H3** este validată, prin prisma faptului că funcționarea comitetelor consultative are o influență semnificativă asupra evoluției ratei rentabilității capitalurilor.

### 3.5. Influența guvernantei corporative asupra ratei îndatorării (LEV)

Cel de-al treilea model de regresie este construit pe baza corelațiilor existente între rata îndatorării (LEV) și guvernanta corporativă exprimată prin indicatorii specifici. Ca urmare a includerii în analiză a tuturor variabilelor de guvernanta, în Tabelele 8.1. și 8.2. sunt consemnate rezultatele. Ulterior, am exclus indicatorii de guvernanta a căror corelație cu rata îndatorării nu este semnificativă, pentru a construi modelul econometric final.

Tabel 8.1.

Sumarul modelului ANOVA pentru toate variabilele

R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistici					Statistica Durbin-Watson
				Modificarea R <sup>2</sup>	F	Grad de libertate 1	Grad de libertate 2	Sig.	
0,564	0,318	0,176	87,10994	0,318	2,233	9	43	0,038	2,265

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Orientându-ne după valoarea statisticii F (2,233), putem aprecia utilizarea modelului pentru a explica gradul îndatorării. Evoluția gradului îndatorării este explicată în proporție de 31,8% de adoptarea și aplicarea principiilor de guvernanta corporativă și manifestarea unui nivel superior al conformității față de acestea, după cum reiese din interpretarea indicatorului *R Square*. Rezultatele modelării inițiale relevă faptul că variabilele sunt corelate, însă legătura stabilită între ele nu este apreciată ca fiind puternică.

Tabel 8.2.

Analiza de regresie pentru relația LEV-mecanisme de guvernanta corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
D_NEEEXEC	-0,837	0,770	-0,191	-1,087	0,283
REM_CONDUCERII	-2,844	17,121	-0,025	-0,166	0,869
DUALITATE_DE	6,218	31,882	0,031	0,195	0,846
INV_STRĂINI	0,134	0,470	0,039	0,285	0,777
SIST_ADMIN	128,626	56,252	0,313	2,287	0,027
ALTE_COMITETE	-6,489	11,815	-0,080	-0,549	0,586
DIV_GEN	1,566	0,658	0,314	2,379	0,022
LNTA	10,848	6,834	0,227	1,587	0,120
LIST	0,665	1,846	0,048	0,360	0,720

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Singurele corelații semnificative statistic sunt stabilite între rata îndatorării și, pe de o parte, ponderea reprezentării în Consiliul de Administrație de către femei, iar pe de altă parte, sistemul în care este administrată compania. Ipoteza **H4** este validată prin prisma legăturii dintre gradul îndatorării și diversitatea de gen, alături de sistemul de administrare specific companiilor. Dintre legăturile pozitive, dar ne semnificative din punct de vedere statistic, menționăm LEV-DUALITATE\_DE, LEV-INV\_STRĂINI, LEV\_LIST. Concluzia ce se desprinde este aceea că variabilele ne semnificative caracteristice guvernantei nu vor fi incluse în modelul de regresie. Ecuația de regresie este construită pe baza variabilelor reținute în analiză, prezentându-se astfel:

$$LEV_i = \beta_0 + \beta_1 * DIV\_GEN_i + \beta_2 * SIST\_ADMIN_i + \epsilon_i.$$

De această dată, variabila dependentă este  $LEV_i$ , termenul liber este dat de  $\beta_0$ , în timp ce  $DIV\_GEN_i$  și  $SIST\_ADMIN_i$  sunt variabile independente, iar  $\epsilon_i$  eroarea.



Tabel 9.1.

## Sumarul analizei de regresie

R	R <sup>2</sup> (R Square)	R <sup>2</sup> ajustat	Eroare Standard de Estimare	Statistici					Statistica Durbin-Watson
				Modificarea R <sup>2</sup>	F	Grad de libertate 1	Grad de libertate 2	Sig.	
0,610	0,372	0,347	87,76633	0,372	15,091	2	51	0,000	2,211

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Pentru perioada analizată, evoluția ratei îndatorării este pusă în proporție de 37,2% pe seama evoluției indicatorilor de guvernanta ce vizează sistemul administrării și ponderea reprezentării în Consiliu de către femei. Totodată, din valoarea înregistrată de indicatorul R, rezultă că legătura dintre variabilele pe baza cărora este construit modelul de regresie este puternică.

Tabel 9.2.

## Analiza de regresie pentru relația LEV - mecanisme semnificative de guvernanta corporativă

Variabile	Coeficienți Nestandardizați		Coeficienți Standardizați	t-statistic	Sig.
	B	Eroarea Standard	Beta		
DIV_GEN	1,680	0,631	0,417	2,663	0,010
SIST_ADMIN	92,578	17,522	0,828	5,284	0,000

Sursa: Prelucrare proprie a rezultatelor obținute cu ajutorul software-ului SPSS Statistics, V. 23.

Din abordarea comparativă a rezultatelor cu acelea obținute în cadrul modelului extins, sesizăm că valorile atinse de coeficientul B se găsesc în scădere. Situația este similară pentru valorile lui Sig., prin prisma cărora este apreciată semnificația din punct de vedere statistic.

Așadar, ultima dintre ipotezele formulate, **H4**, se validează, reflectând caracterul marcant pe care diversitatea de gen și sistemul în care este administrată compania îl manifestă asupra evoluției gradului îndatorării.

#### 4. Concluzii, limite ale cercetării și perspective pentru cercetări viitoare

Cercetarea a avut în vedere examinarea influențelor pe care practicile de guvernanta corporativă le exercită asupra performanței financiare. Perioada de referință este anul 2020, iar eșantionul este alcătuit din 53 de companii listate la Bursa de Valori București, în sectorul ce cuprinde piața reglementată, ale căror domenii de activitate sunt eterogene. În urma revizuirii literaturii de specialitate, au fost stabilite variabilele incluse în analiză. Pe baza studiilor de referință din aria de cercetare, au fost selectați cei mai frecvent întâlniți indicatori ce cuantifică performanța financiară și guvernanta corporativă. Am urmărit ca indicatorii să fie reprezentativi pentru eșantionul ales, iar culegerea datelor să fie oportună. Ulterior, am formulat ipotezele, a căror apreciere finală este stabilită în etapa analizei rezultatelor. Ipoteza inițială este formulată pornind de la premisa că mecanismele de guvernanta corporativă sunt asociate cu performanța financiară.

Viziunea de ansamblu asupra analizei rezultatelor evidențiază că impactul guvernantei corporative asupra performanței de ordin financiar se diferențiază în funcție de mecanismul analizat. Pe de o parte, întâlnim corelații ce nu sunt semnificative din punct de vedere statistic, iar pe de altă parte, aducem în discuție variabile care evoluează invers proporțional. De exemplu, ponderea directorilor neexecutivi și cota-parte deținută de investitorii străini sunt pozitiv corelate cu rentabilitatea activelor și rentabilitatea capitalurilor, însă nu sunt semnificative din punct de vedere statistic. Într-un astfel de context, rezultă că performanța financiară nu este determinată de indicatorii specifici guvernantei amintiți. Pe de altă parte, atât rentabilitatea activelor, cât și rentabilitatea capitalurilor evoluează direct proporțional cu existența comitetelor cu rol suportiv în activitatea desfășurată de Consiliu.

Dintre indicatorii de guvernanta, sunt considerați semnificativi ponderea investitorilor străini, dualitatea directorului executiv, alte comitete, sistemul de administrare și diversitatea de

gen. O serie de studii de referință<sup>50, 51, 52</sup>, utilizează variabile similare, pe care le caracterizează drept relevante pentru obținerea performanței și menținerea echilibrului financiar.

Prima dintre ipotezele de cercetare, **H1**, formulată într-o manieră generală, referitoare la asocierea practicilor guvernantei cu performanța financiară, este confirmată, cu mențiunea însă că întâlnim și corelații negative stabilite între variabile.

Cea de-a doua ipoteză, **H2**, vizează influența guvernantei asupra ratei rentabilității activelor și este validată pe baza rezultatelor obținute. Rezultatele relevă că performanța financiară reflectată prin rentabilitatea activelor este semnificativ influențată de procentul pe care îl dețin investitorii străini și de variabila privind dualitatea directorului executiv. De asemenea, constatăm că existența altor comitete (audit, nominalizare, remunerare) impactează obținerea performanței. Așadar, putem aprecia că acele companii ce ținesc către modificarea rentabilității activelor în sensul creșterii se vor orienta, pe de o parte, către atragerea surselor externe de finanțare, prin investitori străini. Pe de altă parte însă, atenția este acordată separării conducerii și funcționării comitetelor consultative, care susțin activitatea Consiliului.

Ipoteza **H3** face referire la corelațiile stabilite între rata rentabilității capitalurilor și mecanismele de guvernare corporativă. Astfel, pe baza analizei statistice și a modelării econometrice, consemnăm că funcționarea comitetelor a căror responsabilitate este de a susține activitatea Consiliului influențează în mod semnificativ rata rentabilității capitalurilor. Societățile pentru care rentabilitatea capitalurilor este fundamentală în cuantificarea performanței pot ține seama de constituirea și funcționarea comitetelor de audit, remunerare și nominalizare.

Ultima dintre ipoteze, **H4**, este, de asemenea, validă, consemnând influența ponderii reprezentării în Consiliu de către femei și a sistemului în care compania este administrată asupra ratei îndatorării. Prin urmare, dacă reprezentanții entităților cotate doresc înregistrarea unui nivel echilibrat al gradului îndatorării, atunci vor ține seama de creșterea ponderii femeilor în rândul membrilor Consiliului, susținând diversitatea de gen.

Cercetarea efectuată este reprezentativă, dat fiind faptul că extinde rezultatele existente la nivelul studiilor similare în domeniul guvernantei corporative și performanței financiare. Totodată, studiul constituie un fundament pentru cercetări viitoare, ce se pot îndrepta către un domeniu specific de activitate sau pot extinde eșantionul prin includerea altor categorii de companii. Mai mult decât atât, poate servi drept etalon al comparației, fie cu rezultate deja existente, fie cu rezultate ce urmează a fi obținute ca urmare a activității de cercetare. Studiul prezintă interes deopotrivă pentru cercetători existenți și potențiali, precum și pentru reprezentanții companiilor tranzacționate pe piața de capital.

Una dintre limitele cercetării este dată de contextul temporal în care este efectuată analiza. Fiind vorba despre un singur exercițiu financiar, analiza comparativă, cu alte perioade de raportare, nu este realizabilă. Totuși, contextul pandemic susține analiza acestei relații pentru anul 2020, singurul exercițiu financiar desfășurat integral sub semnul crizei globale, pentru care sunt disponibile date în raportările anuale ale companiilor. Eșantionul este considerat reprezentativ din punct de vedere statistic, însă în rândul limitelor poate fi inclusă eterogenitatea industriilor în care activează companiile. În aceeași categorie, includem numărul relativ redus al variabilelor examinate.

Dintre direcțiile cercetărilor viitoare, putem exemplifica orientarea către studierea companiilor cotate pe piața nereglementată, care ar facilita efectuarea unei analize comparative. De asemenea, pentru a spori relevanța rezultatelor, se recomandă extinderea listei indicatorilor. Dintre variabilele de guvernare utilizate în cercetări anterioare, menționăm detalii privind

---

<sup>50</sup> Puni, A., Anlesinya, A., Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country, *International Journal of Law and Management*, 2020, pp. 147-169.

<sup>51</sup> Bătae, O., M., Feleagă, L., Guvernarea corporativă în societățile listate și controlate de stat din sistemul energetic românesc, *Audit Financiar*, 2020, pp. 294-308.

<sup>52</sup> Gaur, S., S., Bathula, H., Singh, D., Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework, *Management Decision*, 2015, pp. 911-931.

pregătirea profesională a membrilor Consiliului și structura acționariatului<sup>53</sup>, modul în care companiile se raportează la principiile responsabilității sociale corporative<sup>54</sup>. De asemenea, indicatori reprezentativi pot fi construiți pe baza caracteristicilor Consiliului de Administrație privind dimensiunea și echilibrul executiv-neexecutiv<sup>55</sup>. În ceea ce privește performanța financiară, pot fi incluși în analiză indicatori precum Tobin's Q<sup>56, 57</sup>. Extinderea rezultatelor obținute poate fi abordată atât la nivel național, cât la nivel internațional, prin efectuarea unei analize comparative cu alte state emergente.

---

<sup>53</sup> Azila-Gbetteo, E.M., Honyenuga, B.Q., Berent-Braun, M.M. and Kil, A., Structural aspects of corporate governance and family firm performance: a systematic review, *Journal of Family Business Management*, 2018, pp. 306-330.

<sup>54</sup> Bătae, O., M., Dragomir, V., D., Feleagă, L., Environmental, social, governance (ESG) and financial performance of European Banks, *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 2020, pp. 480-501.

<sup>55</sup> Borlea, S., N., Achim, M., V., Mare, C., Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2017, pp. 55-75.

<sup>56</sup> Constantinescu, D., Caraiani, C., Lungu, C., I., Mititean, P., Environmental, social and governance disclosure associated with the firm value. Evidence from energy industry, *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 2021, pp. 56-75.

<sup>57</sup> Fernando, G., D., Jain, S., S., Tripathy, A., Gender diversity, managerial ability and firm performance, *Journal of Business Research*, 2020, pp. 484-496.

## Bibliografie

1. Achim, M., V., Borlea, S., N., Mare, C., *Corporate Governance and business performance: Evidence for the Romanian economy*, Journal of Business Economics and Management, Taylor&Francis, 2016.
2. Ahlering, B., Deakin, S., *Labor regulation, corporate governance, and legal origin: A case of institutional complementarity?*, Law and Society Review, 2007.
3. Albu, N., Durica, A., Grigore, N., Grigoraș, D., Mateescu, R., Ichim, A., *Guvernanța corporativă în România. Percepții și perspective*, Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, Editura CECCAR, 2013.
4. Albu, C., N., Gîrbină, M., M., *Compliance with corporate governance codes in emerging economies. How do Romanian listed companies “comply-or-explain”?*, Corporate Governance International Journal of Business in Society, Emerald Group Publishing Limited, 2015.
5. Arora, A., Bodhanwala, S., *Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence*, Global Business Review, 2018.
6. Azila-Gbettor, E., M., Honyenuga, B., Q., Berent-Braun, M., M., Kil, A., *Structural aspects of corporate governance and family firm performance: a systematic review*, Journal of Family Business Management, 2018.
7. Badriyah, N., Sari, R., N., Basri, Y., M., *The Effect of Corporate Governance and Firm Characteristics on Firm Performance and Risk Management as an Intervening Variable*, Procedia Economics and Finance, 2015.
8. Bătae, O., M., Dragomir, V., D., Feleagă, L., *Environmental, social, governance (ESG) and financial performance of European Banks*, Journal of Accounting and Management Information Systems, 2020.
9. Bătae, O., M., Feleagă, L., *Guvernanța corporativă în societățile listate și controlate de stat din sistemul energetic românesc*, Audi Financiar, Editura CAFR, 2020.
10. Bhagat, S., Bolton, B., *Corporate governance and firm performance*, Journal of Corporate Finance, 2008.
11. Borlea, S., N., Achim, M., V., Mare, C., *Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania*, Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 2017.
12. Brown, L., D., Caylor, M., L., *Corporate governance and firm valuation*, Journal of Accounting and Public Policy, 2006.
13. Bursa de Valori București, *Codul de Guvernanță Corporativă*, Septembrie, 2015, disponibil online la:  
[https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_Cod%20Guvernanta%20Corporativa\\_WE\\_B\\_revised.pdf](https://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WE_B_revised.pdf) (accesat la 01.03.2022).
14. Chaghadari, M., F., Chaleshtori, G., N., *Corporate Governance and Firm Performance*, International Conference on Sociality and Economics Development, IACSIT Press, 2011.
15. Constantinescu, D., Caraiani, C., Lungu, C., I., Mititean, P., *Environmental, social and governance disclosure associated with the firm value. Evidende from energy industry*, Journal of Accounting and Management Information Systems, 2021.

16. Cuervo, A., *Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control*, Corporate Governance: An International Review, 2002.
17. Dang A., R., L. Houanti, N. T. Le & M.-C. Vu, *Does corporate governance influence firm performance? Quantile regression evidence from a transactional economy*, Applied Economics, 2017.
18. Dedu, V., Chițan, Gh., *The influence of internal corporate governance on bank performance – an empirical analysis for Romania*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2013.
19. Dumitrașcu, M., Gajevszky, A., *Corporate Governance Committees In European Union Emerging Economies*, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, 2013.
20. Feleagă, N., Feleagă, L., Dragomir, V., D., Bîgioi, A., D., *Guvernanța corporativă în economiile emergente: cazul României*, Economie Teoretică și Aplicată, 2011.
21. Fernando, G., D., Jain, S., S., Tripathy, A., *Gender diversity, managerial ability and firm performance*, Journal of Business Research, 2020.
22. Gachie, W., Govender, W., *Practical Application of Corporate Governance Principles in a Developing Country: A Case Study*, Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions, Virtus Netpress, 2017.
23. Gaur, S., S., Bathula, H., Singh, D., *Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework*, Management Decision, 2015.
24. Gherghina, Ș., C., *Guvernanța corporativă și valoarea întreprinderii*, București, Editura ASE, 2017.
25. Giurcă-Vasilescu, L., *Corporate governance in developing and emerging countries. The case of Romania*, Munich Personal RePEc Archive, publicat de University Library of Munich, Germany, 2008, disponibil online la: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/11053/> (accesat la 10.02.2022).
26. Gîrbină, M., M., Albu, N., Albu, C., N., *Corporate governance disclosures in Romania: An examination of reporting practices by companies listed on the Bucharest Stock Exchange*, Board Directors and Corporate Social Responsibility, 2012.
27. Hassan, R., Marimuthu, M., Johl, S., K., *Diversity, Corporate Governance and Implication in Firm Financial Performance*, Global Business and Management Research: An International Journal, 2015.
28. Hațegan, C., D., Curea-Pitorac, R., I., *Testing the Correlations between Corporate Giving, Performance and Company Value*, Sustainability, 2017.
29. Ionașcu, M., Ionașcu, I., Săcărin, M., Minu, M., *Women on Boards and Financial Performance: Evidence from a European Emerging Market*, Sustainability, 2018, disponibil online la: <https://doi.org/10.3390/su10051644> (accesat la 01.03.2022).
30. Lungu, C., I., Mititean, P., Caraiani, C., Constantinescu, D., *A structured literature review of corporate governance and performance research within an emerging country setting*, Journal of Accounting and Management Information Systems, 2020.
31. Maier, S., *How global is good governance?*, Ethical Investment Research Services, 2005, disponibil online la: <http://www.eiris.org/files/research%20publications/howglobalisgoodcorpgov05.pdf> (accesat la 20.03.2022).

32. Mateescu, R., *Corporate governance transparency and board independence: the case of four European emerging countries*, Journal of Accounting and Management Information Systems, 2015.
33. Müller, V., O., *Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2014.
34. Müller, V., O., Ienciu, I., A., Bonaci, C., G., Filip, C., I., *Bune practici privind caracteristicile bordului de conducere și performanța financiară. Rezultate în contextul pieței de capital europene*, Amfiteatru Economic, 2014.
35. Organisation for Economic Co-operation and Development, *Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, 2015.
36. Paniagua, J., Rivelles, R., Sapena, J., *Corporate governance and firm performance: The role of ownership and board structure*, Journal of Business Research, 2018.
37. Parlamentul României, *Legea nr. 31/16 Noiembrie 1990, privind societățile comerciale*, republicată, Monitorul Oficial, 17 Noiembrie 2004.
38. Perpelea, M., Mihalcea, A., Perpelea, O., M., *Bune practici și strategii pentru creșterea performanței organizaționale –Note de curs-*, Editura Tritonic, București, 2016.
39. Popescu, Gh., N., Popescu V., A., Popescu, C., R., *Corporate Governance in Romania: Theories and Practices*, Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus, publicat de World Scientific, 2014, disponibil online la: [https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/9789814520386\\_0014](https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/9789814520386_0014) (accesat la 13.03.2022).
40. Puni, A., Anlesinya, A., *Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country*, International Journal of Law and Management, 2020.
41. Salvioni, D., M., *Corporate Governance and Global Responsibility*, Symphonia. Emerging Issue in Management, Niccolò Cusano University, 2003.
42. Tofan, M., Bercu, A., M., Cigu, E., *Corporate governance framework in Romanian companies*, Procedia Economics and Finance, 2015.
43. Vintilă, G., Gherghina, Ș., C., *An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance*, International Business Research, 2012.
44. Wicaksono, R., Saputra, D., Anam, H., *Influențele mecanismului de guvernare corporativă asupra performanței financiare a unei companii*, Audit Financiar, 2019.
45. Yu, E., P., Guo., C., Q., Luu, B., V., *Environmental, social and governance transparency and firm value*, Business Strategy and the Environment, 2018.

## Anexe

### Anexa 1. Analiza de corelație

Panel A. Corelația rentabilității activelor cu mecanismele de guvernanză și caracteristicile companiei

		ROA	D_NEEEXEC	REM_CONDUCERII	DUALITATE_DE	INV_STRĂINI	SIST_ADMIN	ALTE_COMITETE	DIV_GEN	LNTA	LIST
ROA	Coeficient Pearson	1	-0,112	0,185	-0,210	0,265	0,167	0,448**	-0,150	-0,094	-0,175
	Sig.		0,423	0,185	0,132	0,056	0,232	0,001	0,283	0,501	0,210
D_NEEEXEC	Coeficient Pearson	-0,112	1	0,067	0,506**	-0,136	-0,241	-0,031	0,006	-0,366**	0,158
	Sig.	0,423		0,632	0,000	0,332	0,082	0,827	0,967	0,007	0,260
REM_CONDUCERII	Coeficient Pearson	0,185	0,067	1	-0,054	-0,100	0,244	0,434**	-0,096	-0,117	-0,233
	Sig.	0,185	0,632		0,704	0,476	0,079	0,001	0,496	0,403	0,094
DUALITATE_DE	Coeficient Pearson	-0,210	0,506**	-0,054	1	0,139	-0,168	0,049	-,140	-0,037	0,100
	Sig.	0,132	0,000	0,704		0,323	0,228	0,728	0,316	0,792	0,475
INV_STRĂINI	Coeficient Pearson	0,265	-0,136	-0,100	0,139	1	-0,063	,074	-,064	-0,054	0,076
	Sig.	0,056	0,332	0,476	0,323		0,653	0,597	0,649	0,703	0,589
SIST_ADMIN	Coeficient Pearson	0,167	-0,241	0,244	-0,168	-0,063	1	0,079	0,104	0,004	-0,083
	Sig.	0,232	0,082	0,079	0,228	0,653		0,574	0,457	0,976	0,552
ALTE_COMITETE	Coeficient Pearson	0,448**	-0,031	0,434**	0,049	0,074	0,079	1	-0,216	0,081	-0,134
	Sig.	0,001	0,827	0,001	0,728	0,597	0,574		0,121	0,564	0,337
DIV_GEN	Coeficient Pearson	-0,150	0,006	-0,096	-0,140	-0,064	0,104	-0,216	1	-0,078	0,033
	Sig.	0,283	0,967	0,496	0,316	0,649	0,457	0,121		0,581	0,814
LNTA	Coeficient Pearson	-0,094	-0,366**	0-,117	-0,037	-0,054	0,004	0,081	-0,078	1	0,041
	Sig.	0,501	0,007	0,403	0,792	0,703	0,976	0,564	0,581		0,770
LIST	Coeficient Pearson	-0,175	0,158	-0,233	0,100	0,076	-0,083	-0,134	0,033	0,041	1
	Sig.	0,210	0,260	0,094	0,475	0,589	0,552	0,337	0,814	0,770	

\*\* . Corelațiile sunt semnificative la un nivel de 1%.

Notă. Pe baza statisticilor descriptive, a fost ales coeficientul de corelație liniară Pearson pentru a stabili corelațiile dintre rentabilitatea activelor (ROA), și indicatorii specifici guvernanzii corporative.

Sursa: SPSS Statistics, V. 23.

Panel B. Corelația rentabilității capitalurilor cu mecanismele de guvernare și caracteristicile companiei

		ROE	D_NEEEXEC	REM_CONDUCERII	DUALITATE_DE	INV_STRĂINI	SIST_ADMIN	ALTE_COMITETE	DIV_GEN	LNTA	LIST
ROE	Coeficient Pearson	1	0,017	0,180	-0,166	0,146	-0,139	0,405**	0,143	-0,177	-0,199
	Sig.		0,903	0,196	0,235	0,298	0,321	0,003	0,306	0,206	0,154
D_NEEEXEC	Coeficient Pearson	0,017	1	0,067	0,506**	-0,136	-0,241	-0,031	0,006	-0,366**	0,158
	Sig.	0,903		0,632	0,000	0,332	0,082	0,827	0,967	0,007	0,260
REM_CONDUCERII	Coeficient Pearson	0,180	0,067	1	-0,054	-0,100	0,244	0,434**	-0,096	-0,117	-0,233
	Sig.	0,196	0,632		0,704	0,476	0,079	0,001	0,496	0,403	0,094
DUALITATE_DE	Coeficient Pearson	-0,166	0,506**	-0,054	1	0,139	-0,168	0,049	-0,140	-0,037	0,100
	Sig.	0,235	0,000	0,704		0,323	0,228	0,728	0,316	0,792	0,475
INV_STRĂINI	Coeficient Pearson	0,146	-0,136	-0,100	0,139	1	-0,063	0,074	-0,064	-0,054	0,076
	Sig.	0,298	0,332	0,476	0,323		0,653	0,597	0,649	0,703	0,589
SIST_ADMIN	Coeficient Pearson	-0,139	-0,241	0,244	-0,168	-0,063	1	0,079	0,104	0,004	-0,083
	Sig.	0,321	0,082	0,079	0,228	0,653		0,574	0,457	0,976	0,552
ALTE_COMITETE	Coeficient Pearson	0,405**	-0,031	0,434**	0,049	0,074	0,079	1	-0,216	0,081	-0,134
	Sig.	0,003	0,827	0,001	0,728	0,597	0,574		0,121	0,564	0,337
DIV_GEN	Coeficient Pearson	0,143	0,006	-0,096	-0,140	-0,064	0,104	-0,216	1	-0,078	0,033
	Sig.	0,306	0,967	0,496	0,316	0,649	0,457	0,121		0,581	0,814
LNTA	Coeficient Pearson	-0,177	-0,366**	-0,117	-0,037	-0,054	0,004	0,081	-0,078	1	0,041
	Sig.	0,206	0,007	0,403	0,792	0,703	0,976	0,564	0,581		0,770
LIST	Coeficient Pearson	-0,199	0,158	-0,233	0,100	0,076	-0,083	-0,134	0,033	0,041	1
	Sig.	0,154	0,260	0,094	0,475	0,589	0,552	0,337	0,814	0,770	

\*\* . Corelațiile sunt semnificative la un nivel de 1%.

Notă. Pe baza statisticilor descriptive, a fost ales coeficientului de corelație liniară Pearson pentru a stabili corelațiile dintre rentabilitatea capitalurilor (ROE) și indicatorii specifici guvernării corporative.

Sursa: SPSS Statistics, V. 23.



Panel C. Corelația ratei îndatorării cu mecanismele de guvernare și caracteristicile companiei

		LEV	D_NEEEXEC	REM_CONDUCERII	DUALITATE_DE	INV_STRĂINI	SIST_ADMIN	ALTE_COMITETE	DIV_GEN	LNTA	LIST
LEV	Coeficient Pearson	1	-0,333*	-0,010	-0,075	0,057	0,303*	0,024	-0,285*	0,317*	0,013
	Sig.		0,015	0,945	0,591	0,685	0,027	0,866	0,038	0,021	0,925
D_NEEEXEC	Coeficient Pearson	-0,333*	1	0,067	0,506**	-0,136	-0,241	-0,031	0,006	-0,366**	0,158
	Sig.	0,015		0,632	0,000	0,332	0,082	0,827	0,967	0,007	0,260
REM_CONDUCERII	Coeficient Pearson	-0,010	0,067	1	-0,054	-0,100	0,244	0,434**	-0,096	-0,117	-0,233
	Sig.	0,945	0,632		0,704	0,476	0,079	0,001	0,496	0,403	0,094
DUALITATE_DE	Coeficient Pearson	-0,075	0,506**	-0,054	1	0,139	-0,168	0,049	-0,140	-0,037	0,100
	Sig.	0,591	0,000	0,704		0,323	0,228	0,728	0,316	0,792	0,475
INV_STRĂINI	Coeficient Pearson	0,057	-0,136	-0,100	0,139	1	-0,063	0,074	-0,064	-0,054	0,076
	Sig.	0,685	0,332	0,476	0,323		0,653	0,597	0,649	0,703	0,589
SIST_ADMIN	Coeficient Pearson	0,303*	-0,241	0,244	-0,168	-0,063	1	0,079	0,104	0,004	-0,083
	Sig.	0,027	0,082	0,079	0,228	0,653		0,574	0,457	0,976	0,552
ALTE_COMITETE	Coeficient Pearson	0,024	-0,031	0,434**	0,049	0,074	0,079	1	-0,216	0,081	-0,134
	Sig.	0,866	0,827	0,001	0,728	0,597	0,574		0,121	0,564	0,337
DIV_GEN	Coeficient Pearson	-0,285*	0,006	-0,096	-0,140	-0,064	0,104	-0,216	1	-0,078	0,033
	Sig.	0,038	0,967	0,496	0,316	0,649	0,457	0,121		0,581	0,814
LNTA	Coeficient Pearson	0,317*	-0,366**	-0,117	-0,037	-0,054	0,004	0,081	-0,078	1	0,041
	Sig.	0,021	0,007	0,403	0,792	0,703	0,976	0,564	0,581		0,770
LIST	Coeficient Pearson	0,013	0,158	-0,233	0,100	0,076	-0,083	-0,134	0,033	0,041	1
	Sig.	0,925	0,260	0,094	0,475	0,589	0,552	0,337	0,814	0,770	

\*. Corelațiile sunt semnificative la un nivel de 5%.

\*\* . Corelațiile sunt semnificative la un nivel de 1%.

Notă. Pe baza statisticilor descriptive, a fost ales coeficientului de corelație liniară Pearson pentru a stabili corelațiile dintre rata îndatorării (LEV) și indicatorii specifici guvernării corporative.

Sursa: SPSS Statistics, v. 23.