

Valoarea companiilor: o perspectivă din unghiul guvernantei corporative

Asist. univ. dr. Marius Eugen ROGOZ

Academia de Studii Economice din București

E-mail: marius.rogoz@cig.ase.ro

Abstract

The present study aims to provide a clear picture of the degree of compliance of companies listed on the Bucharest Stock Exchange and the relationship between compliance and company value. The analysis uses an extensive data set for the years 2023 and 2024, including market indicators such as price-to-book value (PBV), price-to-earnings ratio (PER) and dividend yield (DIVY), along with 145 detailed governance scores at company and recommendation level. The results highlight a high and stable level of compliance, with an average of approximately 80% of the governance score indicator per company, suggesting the maturation of governance practices among issuers. At the same time, the study reveals significant differences between financial and non-financial companies, as well as between Premium and Standard companies. The regression results do not indicate a significant relationship between the governance score per company and the selected financial indicators. The conclusions contribute to the literature on corporate governance in emerging markets and offer relevant practical implications for investors, regulators, and listed companies, in a context marked by the transition to a new Code of Corporate Governance.

Keywords: corporate governance, price-to-book ratio, price-to-earnings ratio, dividend yield, Code of Corporate Governance

Termeni-cheie: guvernanta corporativă, raportul preț–valoare contabilă, raportul preț–câștig, randamentul dividendelor, Codul de Guvernanta Corporativă

Clasificare JEL: G30, G32, G34, G38, G39, L25, M40, M49, O16

To cite this article: Rogoz, M.E. (2025), *Valoarea companiilor: o perspectivă din unghiul guvernantei corporative*, CECCAR Business Review, N° 11, pp. 2–13, <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2025.11.01>

➔ Introducere

În ultimele decenii, guvernanta corporativă a devenit unul dintre subiectele centrale ale cercetării în domeniul științelor economice, în special după criza financiară globală și scandalurile corporative de amploare din anii 2000. O definiție clasică dată de Raportul Cadbury afirmă că guvernanta corporativă este un sistem de reguli, practici și procese prin intermediul cărora o societate este condusă și controlată (Cadbury, 1992). Multiple cercetări abordează separarea proprietății de control în companiile moderne și modul în care managerii (conducerea) sunt responsabilizați să acționeze în interesul proprietarilor (acționarilor) — aceasta fiind problema principal-agent în teoria financiară (Eisenhardt, 1989). Astfel, de-a lungul timpului, diverse mecanisme ale guvernantei corporative au fost puse în practică în vederea alinierii intereselor managerilor cu cele ale acționarilor.

Principiile generale de guvernare au fost formalizate în diverse coduri și standarde internaționale. De exemplu, principiile OCDE (Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică) evidențiază o serie de piloni-cheie ai bunei guvernare: crearea unui cadru de guvernare coerent și eficient, protejarea drepturilor acționarilor, tratamentul echitabil al tuturor investitorilor (inclusiv al acționarilor minoritari sau străini), recunoașterea rolului părților interesate (stakeholderi), transparența și divulgarea informațiilor relevante, precum și responsabilitățile consiliului de administrație în monitorizarea managementului (OECD, 2023).

Traducerea principiilor de guvernare în prevederi ale unor coduri pe care diverse companii listate trebuie să le aplice a deschis noi orizonturi în cercetare. Astfel, plecând de la principii și ajungând la dispoziții explicite din cadrul codurilor de guvernare corporativă, un număr semnificativ de cercetători au studiat legătura dintre mecanismele de guvernare corporativă și valoarea întreprinderii. Literatura de specialitate conține studii care au demonstrat o legătură directă între adoptarea de bune practici de guvernare și valoarea întreprinderii (Ammann *et al.*, 2011), dar și studii care demonstrează contrariul (Bhagat și Black, 1999; Jentsch, 2019) sau care prezintă rezultate mixte (Brown și Caylor, 2006; Dănescu *et al.*, 2021). Având în vedere dovezile mixte din literatura de specialitate, scopul prezentului studiu este de a cerceta modul în care aplicarea prevederilor Codului de Guvernare Corporativă al Bursei de Valori București de către companiile listate influențează sau nu valoarea acestora.

Relația dintre calitatea guvernării corporative și valoarea firmei constituie un domeniu vast de cercetare care include rezultate mixte și uneori contradictorii. Pentru companiile listate la BVB, analiza acestei relații în perioada 2022–2024 devine relevantă având în vedere specificul unei economii aflate în proces de integrare europeană și consolidare instituțională, dar și în contextul eforturilor de actualizare și modernizare a cadrului de guvernare corporativă. Astfel, sunt adresate întrebări precum care este gradul de conformare al companiilor listate la BVB cu prevederile Codului de Guvernare Corporativă și în ce măsură acest grad are sau nu o relație cu valoarea companiei. Deși studiile precedente redau dovezi contradictorii și mixte, așteptarea este ca prezentul studiu să demonstreze o legătură între implementarea principiilor de guvernare corporativă și evaluarea companiilor listate. Această așteptare este fundamentată pe faptul că în general companiile mari au un grad mai mare de conformitate cu principiile de guvernare corporativă (Corral-Lage *et al.*, 2024; Cooper *et al.*, 2024).

Studiul de față continuă cu revizuirea literaturii de specialitate în legătură cu tema de cercetare, urmată de prezentarea metodologiei cercetării și de analiza datelor. Ultima secțiune cuprinde concluziile studiului, cu trimiteri la literatura de specialitate existentă. Rezultatele analizei efectuate contribuie la formularea unor concluzii care nu doar extind literatura de specialitate, ci oferă și noi perspective pentru reglementatori și companii deopotrivă.

➔ Revizuirea literaturii de specialitate

Teoria de agent privește guvernarea corporativă ca pe un răspuns la problema *principal-agent*, generată de separarea dintre proprietate (acționari) și control (manageri). În modelul lor clasic, Jensen și Meckling (1976) definesc *costurile de agenție* ca fiind suma cheltuielilor de monitorizare suportate de principal, a cheltuielilor de garantare asumate de agent și a pierderilor reziduale, arătând cum structura proprietății influențează aceste costuri: pe măsură ce deținerea managerială scade, cresc stimulentele pentru comportamente oportuniste sau investiții neproductive dacă mecanismele de guvernare nu intervin.

Pornind de aici, Fama și Jensen (1983) analizează de ce organizațiile complexe pot funcționa în ciuda proprietății dispersate — ei argumentează separarea dintre *managementul deciziilor* (inițiere și implementare) și *controlul deciziilor* (ratificare și monitorizare) și alocarea riscului rezidual celor care dețin drepturile reziduale, pentru a realinia interesele. Dintr-o perspectivă instituțională, Shleifer și Vishny (1997) sintetizează dovezi internaționale conform cărora protecția investitorilor și concentrarea proprietății sunt factori determinanți ai eficienței guvernării: acolo unde legislația este slabă, proprietatea concentrată substituie mecanismele formale.

Eisenhardt (1989) aduce o perspectivă organizațională, distingând între contractele bazate pe rezultate (plata în funcție de performanță) și cele bazate pe comportament și arătând cum variabile precum asimetria informațională sau aversiunea la risc determină echilibrul optim între stimulente și supraveghere. În ansamblu, aceste fundamente arată că guvernanta corporativă este un mecanism instituțional menit să scadă costurile de agenție prin proiectarea structurii de proprietate, a drepturilor de control, a contractelor și a cadrului legal, astfel încât să se limiteze hazardul moral și selecția adversă fără a inhiba inițiativa managerială. În concluzie, conform teoriei de agent, guvernanta corporativă reprezintă o orchestrare calibrată a consiliilor, proprietății, remunerării, piețelor și cadrului legal menită să diminueze costurile de monitorizare și garantare, menținând în același timp libertatea managerială necesară creării de valoare.

Un mediu în care principiile guvernantei corporative sunt solide este asociat constant cu o valoare mai mare a firmei, mai ales atunci când guvernanta este cuantificată prin indici compoziți. Unele studii din SUA arată că firmele în care drepturile acționarilor sunt mai puternice sunt tranzacționate la evaluări mai ridicate și obțin randamente superioare anormale, în timp ce cele cu prevederi mai îngrăditoare prezintă evaluări mai scăzute (Gompers et al., 2003). Alte studii internaționale indică, de asemenea, că un cadru mai puternic de protecție a investitorilor este asociat cu evaluări corporative mai mari (La Porta et al., 2002). Cercetările recente confirmă în general o relație pozitivă, dar moderată, între calitatea guvernantei și performanța sau valoarea firmei, arătând că societățile care înregistrează valori mai bune ale indicilor de guvernanta și implementează corect mecanismele aferente obțin rezultate financiare mai bune (Dao și Nguyen, 2020; Nguyen și Dao, 2022). Există însă studii care concluzionează asupra unei corelații negative între calitatea guvernantei corporative și performanța financiară a băncilor europene (Bătae et al., 2021).

Totuși, amploarea și mecanismele acestei relații sunt eterogene, iar problema endogenității este importantă. Atunci când endogenitatea este controlată riguros, anumite caracteristici pot fi legate direct de valoare: de exemplu, un studiu asupra fondurilor închise arată că independența consiliului de administrație crește valoarea firmei, folosind mai multe metode cauzale (Souther, 2021). Dovezile sugerează că, în ansamblu, calitatea guvernantei corporative influențează valoarea firmelor, mai ales în contexte în care protecția investitorilor externi este solidă, iar dispozițiile privind guvernanta afectează semnificativ drepturile de control și fluxurile de numerar (Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2009; La Porta et al., 2002).

Studiile recente au cuantificat nivelul de conformare cu principiile guvernantei corporative în rândul companiilor românești, prin construirea unor indici compoziți de conformare bazați pe Codul de Guvernanta Corporativă al BVB. Acești indici măsoară gradul în care firmele respectă principiul „aplici sau explici” prevăzut de Cod. Nivelul general de conformare în România este moderat, dar semnificativ: de exemplu, Vintilă și Moscu (2014) au raportat o rată medie de conformare de aproximativ 70% dintr-un eșantion de 55 de companii listate în 2013. Totodată, Albu și Gîrbină (2015) au investigat modul în care companiile listate la Bursa de Valori București au respectat Codul de Guvernanta Corporativă în perioada 2010–2011. Studiul a evidențiat că majoritatea firmelor analizate nu au constituit comitete la nivelul consiliilor de administrație, ceea ce indică o implementare incompletă a principiilor de guvernanta. Autorii au concluzionat, de asemenea, că în economiile emergente sistemele juridice tind să descurajeze abordările bazate pe principii, considerând că acestea includ prevederi ambigue.

Mihail și Dumitrescu (2021) menționează că în cazul țărilor precum România scorurile de guvernanta corporativă sunt corelate cu creșterea economică. În ceea ce privește declarațiile „aplici sau explici”, s-a constatat că aproximativ două treimi dintre recomandările Codului au fost respectate, însă doar un număr redus de companii au publicat aceste declarații pe site-urile proprii. Într-un studiu similar, Achim et al. (2016) au analizat aceeași perioadă (2010–2011) și au constatat că nu există o corelație semnificativă între nivelul de conformare cu principiile guvernantei corporative și performanța financiară a societăților, deși au identificat o asociere pozitivă între guvernanta corporativă și raportul Q (Tobin's Q) pentru anul 2011. Aceste rezultate sugerează că, deși majoritatea companiilor listate respectă o parte importantă a cerințelor de guvernanta, conformarea completă

nu este încă universală, ceea ce reflectă existența unor lacune persistente în implementarea celor mai bune practici. Indicii de conformare s-au dovedit instrumente utile pentru măsurarea progresului în aplicarea normelor de governanță și pentru analiza modului în care aderarea la acestea a evoluat sub influența reglementărilor pieței de capital și a actualizărilor Codului de Governanță Corporativă.

Dovezile empirice privind relația dintre conformarea cu governanța corporativă și performanța firmei în România sunt mixte. Unele studii au identificat lipsa unei relații pozitive — sau chiar o asociere negativă — între conformare și performanță. De exemplu, [Gavrea et al. \(2013\)](#) au construit un indice de conformare cu Codul BVB și au constatat că firmele cu un grad mai mare de conformare prezentau valori medii mai scăzute ale ROA (rentabilitatea activelor) și ROE (rentabilitatea capitalurilor proprii). Acest rezultat aparent contraintuitiv (o relație negativă între conformare și rentabilitatea contabilă) poate sugera că respectarea formală a Codului de governanță nu generează automat creșteri imediate ale profitabilității.

Alte cercetări nu au identificat efecte semnificative asupra indicatorilor financiari tradiționali, dar au evidențiat beneficii la nivelul evaluării de piață. Un studiu amplu realizat de [Pintea et al. \(2021\)](#) nu a găsit efecte relevante ale indicelui de governanță asupra ROE, valorii economice adăugate sau randamentului acționarilor, însă a observat o asociere pozitivă cu Tobin's Q (indicator privind evaluarea de piață). În mod similar, [Achim et al. \(2016\)](#), analizând o perioadă anterioară, nu au identificat o legătură clară între nivelul de conformare și profitabilitatea companiilor, cu excepția unei corelații pozitive cu Tobin's Q într-un singur an.

[Bigioi și Bigioi \(2023\)](#) au arătat existența unei relații semnificative între gradul de conformare cu principiile guvernantei corporative și performanța companiilor din domeniul energiei. Un studiu recent aduce în lumină dovezi mixte în ceea ce privește relația dintre performanța financiară și pilonii guvernantei corporative. Astfel, în cazul anumitor caracteristici ale guvernantei precum suprapunerea rolului de CEO cu cel al președintelui CA și dimensiunea consiliului de administrație există concluzii privind o relație pozitivă cu performanța financiară a companiilor studiate, în timp ce independența membrilor consiliului de administrație și prezența femeilor în consiliile de conducere au o relație negativă cu aceasta ([Achima și Lungu, 2025](#)).

În ansamblu, studiile sugerează că un nivel mai ridicat de conformare cu principiile Codului de governanță nu se traduce automat într-o performanță financiară mai bună, cel puțin pe termen scurt. Singura relație constantă observată este cea dintre conformare și încrederea pieței, reflectată în evaluarea de piață (Tobin's Q). Acest lucru este în concordanță cu literatura internațională, care arată că relația dintre governanță și performanță este neconcludentă, variind în funcție de indicatorii utilizați și de contextul analizat.

➔ Metodologia cercetării

Pentru a studia relația dintre governanța corporativă și valoarea întreprinderii au fost analizate rapoartele anuale ale companiilor listate la BVB în perioada 2023–2024. Această perioadă are o relevanță sporită întrucât marchează ultimele două exerciții financiare pentru care companiile listate din România au obligația de a publica declarația de conformitate cu prevederile Codului de Governanță Corporativă publicat de BVB în 2015. Începând cu acest an, societățile listate la BVB au un nou Cod de Governanță Corporativă. Astfel, anii studiați surprind o imagine a gradului de conformare la finalul perioadei în care se aplică prevederile respective. Pe baza acestei analize a fost calculat un indice care reflectă gradul de conformare. Pentru prezentul studiu au fost selectate companiile listate la BVB în categoriile Standard și Premium. Având în vedere specificul și scopul mecanismelor de governanță corporativă, au fost eliminate din analiză firmele care se aflau în procedură de insolvență, care determină un regim special de administrare. De asemenea, pentru a asigura comparabilitatea datelor pentru cei doi ani studiați, au fost eliminate din studiu entitățile delistate în perioada de referință.

Metodologia de construire a indicilor care măsoară gradul de conformare cu prevederile Codului de governanță a fost utilizată anterior de diverși autori care au urmărit să integreze în structura acestora cât mai multe dintre elementele care influențează nivelul de conformitate. Numeroși autori au folosit în metodologia lor

o abordare pe multiple niveluri care să surprindă diferite elemente ale mecanismelor de guvernare corporativă (Lepore *et al.*, 2018; Albu și Gîrbină, 2015). Există și studii relevante pentru România în care măsurarea respectării cerințelor s-a făcut într-o manieră binară (Pintea *et al.*, 2021).

Prezentul studiu utilizează o abordare similară, acordând scorul 1 pentru conformitate și 0 pentru neconformitate. În România, modelul aplicat este unul bazat pe principii, și nu pe reguli, similar modelului britanic și contrar celui american. Astfel, punctajul 1 a fost acordat în situația în care compania fie a aplicat principiul, fie a explicat neimplementarea acestuia. Pentru a evita subiectivitatea autorului în notarea conformității prin explicare, drept referențial au fost utilizate materialele auxiliare ale Codului de guvernare publicat de BVB. În felul acesta, pentru fiecare companie analizată a fost calculat un scor de conformitate pentru fiecare an studiat. Totodată, a fost determinat un scor pentru fiecare recomandare din cadrul Codului. Pe baza acestor scoruri au fost calculați ulterior trei indicatori ca măsuri ale gradului de conformitate, astfel:

$$CG \text{ scor per companie (\%)} = \frac{\text{Scorul companiei}}{\text{Scor maxim posibil}} \times 100$$

$$CG \text{ scor per categorie (\%)} = \frac{\text{Scorul aferent categoriei}}{\text{Numărul de recomandări din categorie}} \times 100$$

$$CG \text{ scor per recomandare (\%)} = \frac{\text{Scorul recomandării}}{\text{Scor maxim posibil}} \times 100$$

În calculul CG scor per recomandare au fost incluse 33 de recomandări aplicabile companiilor listate în categoria Standard și 34 pentru cele din categoria Premium. Pentru calcularea punctajului aferent categoriei A s-a considerat că în această secțiune companiile listate în categoria Premium trebuie să respecte 11 recomandări, în timp ce cele din categoria Standard au în vedere doar 10. Fiecărei prevederi i s-a atribuit aceeași pondere în calculul scorului total, în concordanță cu abordările altor autori. Această metodologie se bazează pe presupunerea că nu se poate determina în mod obiectiv care recomandare are o importanță mai mare și, prin urmare, o influență mai semnificativă asupra punctajului final.

Ulterior calculării acestor indicatori a fost stabilită relația dintre CG scor per companie și valoarea societăților, exprimată prin indicatori financiari care conțin elemente de evoluție a prețului acțiunii pe piața reglementată, precum coeficientul de capitalizare a activului net (*price-to-book value* — PBV), coeficientul de capitalizare bursieră (*price-to-earnings ratio* — PER) și randamentul dividendelor (*dividend yield* — DIVY). În acest sens a fost utilizată regresia simplă liniară, conform altor studii pe aceeași temă (Beiner *et al.*, 2004; Thanh *et al.*, 2024; Bigioi și Bigioi, 2023).

$$Y_i = \alpha + \beta \cdot X_i + \varepsilon$$

unde:

Y_i reprezintă pe rând:

- PBV_i — coeficientul de capitalizare a activului net;
- PER_i — coeficientul de capitalizare bursieră;
- $DIVY_i$ — randamentul dividendelor.

X_i este CG scor per compania i , indicatorul care măsoară scorul de guvernare corporativă al companiei i .

Din analiza efectuată au fost eliminate din seria de date companiile care au înregistrat un PER negativ sau nu au distribuit dividende.

Totodată, având în vedere diferențele privind specificul societăților, scorurile obținute au fost analizate prin împărțirea acestora în categoriile Premium și Standard, dar și în financiare și nefinanciare. Această practică este în linie cu unele cercetări anterioare și își găsește originile în modul diferit de funcționare a companiilor financiare. Un exemplu în acest sens este studiul efectuat de Fama și French (1992), care menționează că pentru

companiile financiare raportul dintre datorii și capitalurile proprii are o interpretare complet diferită față de cele nefinanciare. În cazul celor din urmă, o valoare ridicată a acestui indicator ar putea să dezvăluie dificultăți financiare. Referitor la cercetările din domeniul guvernancei corporative, literatura de specialitate prezintă diferențe între companiile financiare și cele nefinanciare plecând de la analiza riscului sistemic (Cucinelli și Soana, 2023).

➔ Analiza datelor

Analiza datelor relevă un grad relativ ridicat al conformării cu principiile Codului de Guvernare Corporativă. Din cele 145 de observații se desprinde o medie a CG scor per companie de 80%, ceea ce indică faptul că societățile listate la bursă au o atitudine pozitivă legată de adoptarea de mecanisme care să le alinieze cu principiile Codului. În ceea ce privește mediile anuale, acestea sunt relativ apropiate pentru cei doi ani studiați: 80,3% pentru 2023 și 79,6% pentru 2024. Printre observațiile notate, seria de date înregistrează 11 firme care au avut un scor maxim per companie în 2023 și 13 aflate în această situație în 2024. La polul opus, cele mai mici valori înregistrate au fost de aproximativ 15% pentru anul 2023 și 18% pentru anul 2024. Cele mai multe societăți au înregistrat o evoluție similară în cei doi ani, în timp ce 10 companii și-au îmbunătățit scorul, iar opt au înregistrat un punctaj mai mic în 2024 decât în anul anterior.

Tabelul 1. Statistica descriptivă a setului de date

	PBV	PER	DIVY	CG scor
Medie	1,6485	3,8666	14,3019	0,7997
Eroarea standard	0,1490	16,3166	6,2131	0,0188
Mediană	1,0200	8,6600	3,4600	0,9091
Abaterea standard	1,7946	196,4774	74,8153	0,2264
Varianța eșantionului	3,2207	38.603,3813	5.597,3353	0,0513
Kurtosis	11,9156	42,3780	110,1592	0,7583
Skewness	3,0886	-1,6217	10,1754	-1,3402
Valoarea minimă	0,2300	-1.552,5300	-	0,1515
Valoarea maximă	11,3500	1.334,5600	847,5200	1,0000

Sursa: Analiză proprie

Așa cum reiese din Tabelul 1, PBV, PER și DIVY au distribuții foarte asimetrice, cu valori ce distorsionează mediile și caracterul normal al seriilor. Totodată, scorurile de guvernare sunt puternic concentrate la niveluri ridicate și au o variație mică. Astfel, seriile de date indică absența unei relații statistice semnificative între scorul de guvernare corporativă și indicatorii financiari.

Tabelul 2. Statistici de regresie PBV

Statistici de regresie	PBV	DIVY	PER
Coeficientul de corelație	0,08002	0,0739	0,0255
Coeficientul de determinare	0,00640	0,0055	0,0006
R ² ajustat	-0,00055	-0,0030	-0,0085
Abaterea standard	1,79513	82,4395	139,0534
Număr de observații	145	119	111

Sursa: Analiză proprie

Analiza statisticilor de regresie pentru modelul care are ca variabilă dependentă PBV arată că relația dintre variabile este foarte slabă, iar variabilele independente nu au putere predictivă. Valoarea coeficientului de determinare indică faptul că doar 0,64% din variația PBV este explicată de variabila CG scor per companie. Similar, rezultatele pentru regresii rulate având DIVY și PER ca variabile dependente demonstrează că relația dintre CG scor per companie și indicatorii financiari este foarte slabă.

Tabelul 3. Analiza variației (ANOVA)

		df	SS	MS	F	Gradul de semnificație (F)
PBV	Regresie	1	2,9697	2,9697	0,9215	0,3387
	Rezidual	143	460,8158	3,2225		
	Total	144	463,7855			
DIVY	Regresie	1	4.371,49	4.371,49	0,6432	0,4242
	Rezidual	117	795.164,65	6.796,28		
	Total	118	799.536,15			
PER	Regresie	1	1.367,83	1.367,83	0,0707	0,7908
	Rezidual	109	2.107.606,82	19.335,84		
	Total	110	2.108.974,64			

Sursa: Analiză proprie

Analiza variației arată faptul că relația descrisă de cele trei modele este ne semnificativă din punct de vedere statistic, fapt confirmat de valorile p ridicate ale testului F. Astfel, variabila independentă nu explică în mod semnificativ nicio variabilă dependentă.

Analiza coeficienților de regresie pentru cele trei modele investigate (PBV, DIVY și PER) indică în mod constant absența unei relații statistice semnificative între variabila independentă CG scor per companie și indicatorii financiari utilizați ca variabile dependente.

Tabelul 4. Coeficienții de regresie

		Coeficienți	Eroarea standard	t-statistic	Valoarea p	Sub 95%	Peste 95%
PBV	Intercept	1,1413	0,5490	2,0788	0,0394	0,0561	2,2265
	CG scor	0,6343	0,6607	0,9600	0,3387	-0,6718	1,9403
DIVY	Intercept	-8,2688	32,9182	-0,2512	0,8021	-73,4615	56,9239
	CG scor	30,9640	38,6081	0,8020	0,4242	-45,4973	107,4254
PER	Intercept	26,1483	52,3816	0,4992	0,6187	-77,6704	129,9670
	CG scor	16,3714	61,5535	0,2660	0,7908	-105,6256	138,3685

Sursa: Analiză proprie

În cadrul modelului care are drept variabilă dependentă indicatorul PBV, coeficientul asociat scorului de guvernanta corporativă este pozitiv (0,6343), însă ne semnificativ statistic ($p = 0,3387$). Valoarea t redusă (0,9600) și intervalul de încredere larg, care include valoarea zero, indică faptul că estimarea efectului nu poate susține existența unei relații solide între CG scor și PBV. În modelul ce are ca variabilă dependentă randamentul dividendelor (DIVY), coeficientul asociat CG scor (30,9640) prezintă de asemenea o valoare p ridicată (0,4242), ceea

ce exclude orice semnificație statistică a relației. Pentru modelul în care PER reprezintă variabila dependentă, coeficientul CG scor (16,3714) este ne semnificativ ($p = 0,7908$).

În ansamblu, rezultatele obținute evidențiază faptul că variabila CG scor per companie nu prezintă un efect statistic semnificativ asupra niciunui dintre indicatorii financiari analizați (PBV, DIVY și PER). Coeficienții estimați sunt caracterizați prin valori p ridicate, intervale de încredere largi și valori t reduse, ceea ce indică o putere explicativă scăzută și o lipsă de robustețe a relațiilor investigate. Coeficientul pozitiv înregistrat de CG scor per companie poate arăta că valorile mai mari ale scorului de guvernare corporativă pot fi asociate cu valori mai mari ale PBV, PER și DIVY. Cu toate acestea însă, nu se poate concluziona că guvernarea corporativă influențează indicatorii financiari analizați. Potrivit acestor rezultate, alți factori, precum dimensiunea firmei, sectorul de activitate sau profitabilitatea, pot avea o influență mai mare asupra scorului de guvernare corporativă decât indicatorii măsurați.

Gruparea companiilor în funcție de categoria în care sunt listate, Premium sau Standard, relevă o serie de date cu privire la scorurile de conformitate înregistrate de fiecare companie în parte.

Tabelul 5. CG scor per companie — Premium vs. Standard

Categorie	Număr de observații	Medie	Mediană
Standard	86	0,703	0,803
Premium	60	0,925	0,971

Sursa: Analiză proprie

Setul de date analizat relevă o diferență clară între cele două categorii. Companiile din categoria Premium au raportări solide și o conformitate ridicată cu prevederile Codului de guvernare. Seria de date pentru companiile din categoria Standard este eterogenă: unele firme au un grad ridicat de conformitate, în timp ce altele înregistrează deficiențe. Analiza scorului de guvernare corporativă arată diferențe clare între societățile listate în categoria Premium și cele din categoria Standard. Primele au scoruri medii de 0,93, cu o variație redusă, confirmând nivelul ridicat de conformitate cu standardele de guvernare. În schimb, companiile Standard prezintă o medie semnificativ mai mică, de 0,7, și o dispersie mult mai mare, indicând o calitate neuniformă a guvernării. Rezultatele confirmă faptul că selecția BVB pentru categoria Premium este strâns asociată cu un nivel ridicat și stabil al guvernării corporative.

Observațiile din eșantion oferă o perspectivă și asupra diferențelor dintre companiile financiare și cele nefinanciare. Din cele 145 de scoruri, 24 aparțin celor dintâi. Media scorurilor pentru societățile financiare este de 95,6%, în timp ce pentru celelalte este de 76,9%. În ceea ce privește mediana, jumătate dintre companiile financiare sunt în totalitate conforme cu toate principiile de guvernare corporativă. Devierea standard în cazul acestora este de asemenea mai mică decât în cazul celor nefinanciare, fiind de 0,059, față de 0,234 pentru cele din urmă.

Astfel, aceste date arată faptul că societățile financiare sunt alinate în ceea ce privește standardele de guvernare, în timp ce seria de date aferentă companiilor nefinanciare este mai eterogenă.

Tabelul 6. CG scor per companie — financiară vs. nefinanciară

Grup	Număr de observații	Medie	Mediană	Abaterea standard	Minim	Maxim
Nefinanciare	121	0,7687	0,8788	0,2345	0,1515	1,000
Financiare	24	0,9557	1,0000	0,0591	0,8235	1,000

Sursa: Analiză proprie

În ceea ce privește CG scor per categorie, potrivit datelor din Tabelul 7, se observă o îmbunătățire a conformității în legătură cu transparența politicii de remunerare a directorilor. Pentru celelalte categorii, valorile sunt relativ apropiate în cei doi ani analizați, cu variații ne semnificative, ceea ce poate indica o maturitate în adoptarea mecanismelor de guvernanză care reies din aplicarea principiilor Codului de guvernanză.

Tabelul 7. CG scor per categorie

Categorie	2023 (%)	2024 (%)
A	81,29	80,21
B	80,86	80,14
C	91,89	94,52
D	77,70	76,58

Sursa: Analiză proprie

Analiza CG scor per recomandare relevă de asemenea o stabilitate în dinamica gradului de conformare în cazul majorității companiilor, deși pentru cea mai mare parte a recomandărilor se observă valori mai scăzute ale scorului în 2024 față de 2023. Cu toate acestea, diferența este una marginală, fapt care poate duce la concluzia că nu există deosebiri semnificative în aplicarea principiilor de guvernanză corporativă de la un an la altul. Cele mai mari decalaje între scorurile înregistrate per recomandare între 2024 și 2023 se observă în privința formării comitetului de nominalizare de către societățile listate în categoria Premium, al căror scor este cu aproximativ 6% mai mic în 2024 decât cel din 2023, dar și în legătură cu relația cu investitorii, mai precis organizarea de ședințe periodice cu aceștia, ale căror concluzii trebuie publicate spre informarea celorlalte părți interesate. În al doilea caz, scorul aferent anului 2024 este cu aproximativ 4,5% mai redus decât cel din 2023.

➔ Concluzii

Prezentul studiu și-a propus să ofere o imagine asupra gradului de conformare cu principiile de guvernanză corporativă și a modului în care acesta influențează o serie de indicatori financiari determinanți pentru valoarea societăților. Astfel, au fost selectate cele mai recente două exerciții financiare pentru care există date publice și au fost analizate companiile listate la BVB. Contextul perioadei selectate este unul aparte din perspectiva guvernanză corporative, având în vedere că începând cu următorul exercițiu financiar societățile vor aplica un nou Cod de guvernanză. Astfel, studiul de față surprinde atât radiografia conformității cu aceste principii, cât și influența lor asupra valorii companiilor.

O primă concluzie care se desprinde este gradul relativ ridicat de conformare pe care companiile românești listate la BVB îl înregistrează în perioada studiată. Diferențele marginale dintre valorile scorurilor pentru cei doi ani indică de asemenea faptul că fenomenul guvernanză corporative a atins o maturitate în ceea ce privește aplicarea principiilor și, astfel, decizia adoptării unui nou cod, aliniat la practicile curente, pare justificată. Rezultatele sunt în linie cu așteptările formulate la începutul cercetării și totodată vin în completarea altor studii care dezvăluie un grad mare de conformare (Pintea *et al.*, 2021; Rogoz și Stoica, 2024).

O altă concluzie relevă că analiza setului de date nu a evidențiat o legătură semnificativă între variabilele dependente și variabila independentă, respectiv scorul de guvernanză corporativă asociat fiecărei companii listate. Diferențele metodologice în construirea indicilor și implementarea relativ recentă a codurilor de guvernanză în România pot explica parțial de ce corelația dintre conformare și performanză rămâne slabă sau variabilă. În concluzie, deși nivelul de conformare cu principiile guvernanză corporative în România poate fi cuantificat

și s-a îmbunătățit în timp, impactul său asupra performanței corporative pare limitat, fiind resimțit mai degrabă la nivelul percepției și evaluării de piață, și nu al rezultatelor contabile directe. Această concluzie este în linie cu o parte dintre cercetările efectuate în domeniu, precum cele ale lui [Yip și Pang \(2023\)](#) sau [Gherghina \(2015\)](#). Dovezile mixte existente arată că sunt necesare viitoare cercetări pentru clarificarea subiectului, iar abordările metodologice trebuie diversificate ținând cont de specificul companiilor studiate.

A treia concluzie surprinde faptul că societățile listate în categoria Premium înregistrează scoruri de conformare mai bune decât cele din categoria Standard. Rezultatele confirmă că selecția BVB pentru categoria Premium este strâns asociată cu un nivel ridicat și stabil al guvernancei corporative. Având în vedere că societățile listate în această categorie trebuie să aibă un număr semnificativ de acțiuni listate a căror valoare să depășească un anumit prag, este de așteptat ca gradul de conformitate să fie mai mare pentru ele, fapt confirmat și de studiile precedente care dezvăluie că un număr mai mare de acțiuni libere este asociat cu o transparență sporită și cu situații financiare exhaustive ([Radwan et al., 2023](#)). Această concluzie este valoroasă în ceea ce privește relația dintre guvernarea corporativă și valoarea companiilor și relevantă pentru viitoarele cercetări în domeniu.

Din prezentul studiu se desprinde și faptul că societățile financiare au un grad de conformitate mai ridicat decât cele nefinanciare. Aceste rezultate reflectă reglementările stricte și supravegherea mai intensă din sectorul financiar, care favorizează practici de guvernare mai solide și mai consecvente. În general, companiile financiare sunt puternic reglementate, obligate la raportări mai stricte și supravegheate de instituții ale statului, așa cum relevă și literatura de specialitate ([Feldioreanu și Seria, 2015](#)). Astfel, deși numeroase studii documentează o reglementare mai strictă a guvernancei și legături mai puternice între guvernare, raportare și performanță în cadrul companiilor din sectorul financiar, literatura de specialitate nu abundă în studii care să arate dacă scorurile de guvernare sunt statistic mai ridicate în companiile financiare decât în cele nefinanciare. Așadar, acest cadru conduce la politici de risc implementate mai strict, dar și la structuri de guvernare mai solide. Această concluzie este foarte valoroasă și relevantă pentru viitoarele studii privind modelul de aplicare a Codului de Guvernare Corporativă, cel bazat pe principii. Prin urmare, se poate pune problema unor viitoare întrebări de cercetare: În ce fel modelul „aplici sau expliți” este eficient și reușește să își atingă obiectivele?

O ultimă concluzie este legată de maturitatea atinsă de companiile românești în adoptarea principiilor enunțate de Cod. Scorurile de guvernare corporativă analizate la nivel de recomandare se mențin aproape identice între 2023 și 2024, semnalând o maturitate tot mai vizibilă în modul în care societățile aplică și internalizează cerințele actualului Cod de guvernare. Stabilitatea valorilor arată că implementarea nu mai funcționează ca un exercițiu anual de bifare, ci ca o practică integrată în arhitectura organizațională și relativ uniformă. Faptul că societățile au ajuns la un nivel de conformitate stabil în actualul cadru reprezintă, așadar, un indicator pozitiv al capacității lor de a absorbi și noile cerințe ce urmează să fie implementate prin adoptarea noului Cod de Guvernare Corporativă.

Prezentul studiu are o dublă relevanță. Pe de o parte, rezultatele oferă o bază solidă pentru cercetări academice viitoare, fie că vizează extinderea cu noi variabile financiare, analize multianuale, modele panel sau evaluarea impactului noului Cod de guvernare. Pe de altă parte, concluziile sunt valoroase pentru mediul de afaceri, în special pentru companiile listate la BVB, care își pot calibra mai bine strategiile de transparență, comunicare și conformitate în contextul unor cerințe tot mai exigente din partea investitorilor și a reglementatorilor. În ansamblu, studiul confirmă că guvernarea corporativă nu este doar un set de reguli, ci un element definitoriu al credibilității și competitivității pe piața de capital.

Bibliografie

1. Achim, M.–V., Borlea, S.–N., Mare, C. (2016), *Corporate Governance and Business Performance: Evidence for the Romanian Economy*, Journal of Business Economics and Management, vol. 17, nr. 3, pp. 458–474, <https://doi.org/10.3846/16111699.2013.834841>.
2. Achima, R.A., Lungu, C.I. (2025), *The Influence of Corporate Governance Mechanisms on Financial Performance. Is Gender Diversity a Relevant Board Characteristic?*, Journal of Accounting and Management Information Systems, vol. 24, nr. 1, pp. 138–172.
3. Albu, C.N., Gîrbină, M.M. (2015), *Compliance with Corporate Governance Codes in Emerging Economies. How Do Romanian Listed Companies “Comply-or-Explain”?*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, vol. 15, nr. 1, pp. 85–107, <https://doi.org/10.1108/CG-07-2013-0095>.
4. Ammann, M., Oesch, D., Schmid, M.M. (2011), *Corporate Governance and Firm Value: International Evidence*, Journal of Empirical Finance, vol. 18, nr. 1, pp. 36–55.
5. Bătae, O.M., Dragomir, V.D., Feleagă, L. (2021), *The Relationship Between Environmental, Social, and Financial Performance in the Banking Sector: A European Study*, Journal of Cleaner Production, vol. 290, <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125791>.
6. Bebchuk, L.A., Cohen, A., Ferrell, A. (2009), *What Matters in Corporate Governance?*, Review of Financial Studies, vol. 22, nr. 2, pp. 783–827, <https://doi.org/10.2139/ssrn.593423>.
7. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., Zimmermann, H. (2004), *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation — Evidence from Switzerland*, ECGI — Finance Working Paper nr. 34, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.489322>.
8. Bhagat, S., Black, B. (1999), *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, The Business Lawyer, vol. 54, pp. 921–963.
9. Bigioi, A.D., Bigioi, C.E. (2023), *Governance and Performance in Romanian Energy Companies*, Energies, vol. 16, nr. 13, <https://doi.org/10.3390/en16135041>.
10. Brown, L.D., Caylor, M.L. (2006), *Corporate Governance and Firm Valuation*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 25, nr. 4, pp. 409–434, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>.
11. Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, vol. 1, Gee & Co., London.
12. Cooper, N., Lamm, B., Morrison, R.V. (2024), *Evolving Lines of Responsibility Between the Board and Management. Board Practices Quarterly*, Deloitte, <https://www.deloitte.com/us/en/programs/center-for-board-effectiveness/articles/evolving-board-oversight.html>.
13. Corral-Lage, J., Garayeta, A., Trigo, E., De la Peña, J.I. (2024), *Does Corporate Governance Differ by Sector? An Analysis Under Good Practice Criteria. The Case of Spain*, PLOS One, vol. 19, nr. 10, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0307806>.
14. Cucinelli, D., Soana, M.G. (2023), *Systemic Risk in Non-Financial Companies: Does Governance Matter?*, International Review of Financial Analysis, vol. 87, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102601>.
15. Dao, T.T.B., Nguyen, T.T. (2020), *A Meta-Analysis of Corporate Governance and Firm Performance*, Journal of Governance & Regulation, vol. 9, nr. 1, pp. 18–34, <https://doi.org/10.22495/jgrv9i1art2>.
16. Dănescu, T., Spătăcean, I.–O., Popa, M.–A., Sîrbu, C.–G. (2021), *The Impact of Corporate Governance Mechanism over Financial Performance: Evidence from Romania*, Sustainability, vol. 13, nr. 19, pp. 1–14.
17. Eisenhardt, K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review, vol. 14, nr. 1, pp. 57–74, <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>.
18. Fama, E., French, K. (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Journal of Finance, vol. 47, nr. 2, pp. 427–465.
19. Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983), *Separation of Ownership and Control*, The Journal of Law and Economics, vol. 26, nr. 2, pp. 301–325, <http://dx.doi.org/10.1086/467037>.

20. Feldioreanu, I.–A., Seria, C. (2015), *Corporate Governance Disclosure of Banks in Romania and Malaysia and the Quality of the Web Sites*, Journal of Accounting and Management Information Systems, vol. 14, nr. 1, pp. 193–216.
21. Gavrea, C., Stegorean, R., Marin, A. (2013), *The Relationship Between the Degree of Compliance with the Corporate Governance Code and Organizational Performance: A Study on Romanian Firms*, Studia Universitatis Babeş-Bolyai Negotia, vol. 58, nr. 1, pp. 23–39.
22. Gherghina, Ş.C. (2015), *Corporate Governance Ratings and Firm Value: Empirical Evidence from the Bucharest Stock Exchange*, International Journal of Economics and Financial Issues, vol. 5, nr. 1, pp. 97–110.
23. Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A. (2003), *Corporate Governance and Equity Prices*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, nr. 1, pp. 107–155, <https://doi.org/10.2139/ssrn.278920>.
24. Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, nr. 4, pp. 305–360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
25. Jentsch, V. (2019), *Board Composition, Ownership Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Switzerland*, European Business Organization Law Review, vol. 20, pp. 203–254, <https://doi.org/10.1007/s40804-018-00128-6>.
26. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2002), *Investor Protection and Corporate Valuation*, The Journal of Finance, vol. 57, nr. 3, pp. 1147–1170, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>.
27. Lepore, L., Pisano, S., Di Vaio, A., Alvino, F. (2018), *The Myth of the “Good Governance Code”: An Analysis of the Relationship Between Ownership Structure and the Comply-or-Explain Disclosure*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, vol. 18, nr. 5, pp. 809–838, <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0197>.
28. Mihail, B.A., Dumitrescu, D. (2021), *Corporate Governance from a Cross-Country Perspective and a Comparison with Romania*, Journal of Risk and Financial Management, vol. 14, nr. 12, pp. 1–13.
29. Nguyen, N.P.A., Dao, T.T.B. (2022), *Liquidity, Corporate Governance and Firm Performance: A Meta-Analysis*, Cogent Business & Management, vol. 9, nr. 1, <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2137960>.
30. Pinteă, M.O., Pop, A.M., Gavriletea, M.D., Sechel, I.C. (2021), *Corporate Governance and Financial Performance: Evidence from Romania*, Journal of Economic Studies, vol. 48, nr. 8, pp. 1573–1590, <https://doi.org/10.1108/JES-07-2020-0319>.
31. Radwan, E.K.A., Ali, N.O.H., Mohamed, M.K.A. (2023), *Do Free-Floated Shares and Board Characteristics Influence Corporate Risk Disclosure? An Empirical Analysis on Conventional Banks in a Developing Country*, Journal of Financial Reporting and Accounting, vol. 23, nr. 5, pp. 1925–1949.
32. Rogoz, M.E., Stoica, D.A. (2024), *How Do Listed Romanian Companies Comply with or Explain Good Corporate Governance Guidelines?*, CECCAR Business Review, nr. 7, pp. 51–61, <https://doi.org/10.37945/cbr.2024.07.06>.
33. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, vol. 52, nr. 2, pp. 737–783, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
34. Souther, M.E. (2021), *Does Board Independence Increase Firm Value? Evidence from Closed-End Funds*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 56, nr. 1, pp. 313–336, <https://doi.org/10.1017/S0022109019000929>.
35. Thanh, B.A., Sang, N.M., Khuong, N.V. (2024), *Corporate Governance Mechanism and Firm Value: Evidence from an Emerging Economy*, Cogent Business & Management, vol. 11, nr. 1, <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2364844>.
36. Vintila, G., Moscu, R.–G. (2014), *Compliance with the Romanian Corporate Governance Code. Evidences from the Companies Listed on Bucharest Stock Exchange*, Journal of Public Administration, Finance and Law, vol. 6, nr. 6, pp. 235–248.
37. Yip, P.C.W., Pang, E. (2023), *Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies: Evidence from China*, Corporate Governance and Sustainability Review, vol. 7, nr. 3, pp. 45–57, <https://doi.org/10.22495/cgsrv7i3p4>.
38. OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.