



Evaluarea Calitativă a Conformității cu Principiile de Guvernanță Corporativă în Cazul Entităților Listate SMT - BVB

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN¹

Tatiana DĂNESCU¹

Maria-Alexandra POPA^{1*}

¹ Facultatea de Economie și Drept, Departamentul Științe Economice ED1, Universitatea de Medicină, Farmacie, Științe și Tehnologie „George Emil Palade” din Târgu Mureș, Gheorghe Marinescu, nr. 38, Târgu Mureș, 540139, România

Rezumat: În ultimii doi ani, un număr semnificativ de emitenți au fost admiși la tranzacționare în cadrul Sistemului Multilateral de Tranzacționare (SMT) AeRO organizat și administrat de Bursa de Valori București (BVB). Evaluările preliminare au concluzionat că interesul investitorilor pentru recente oferte publice de acțiuni și obligațiuni derulate prin AeRO păreau să fie chiar mai mari decât în cazul pieței reglementate, cu posibile explicații relaționate cu o rentabilitate mai mare a investițiilor. Pe de altă parte, o preferință pentru piața AeRO în defavoarea pieței reglementate a fost, de asemenea, observată și în rândul emitenților, în încercarea de a evita costurile de conformitate legate de raportarea financiară și guvernanța corporativă. Aceste ipoteze sunt relevante pentru a susține o direcție de cercetare legată de evaluarea calitativă a conformității cu principiile relevante de guvernanță corporativă pe care emitenții AeRO trebuie, de asemenea, să le adopte și să le pună în aplicare. Metodologia de cercetare include revizuirile de conformitate ale guvernanței corporative, navigări pe paginile de internet ale emitenților și revizuirile ale rapoartelor anuale. Eșantionul de emitenți este format din 20 de emitenți incluși în Indicele BETAeRO, lansat pe 11 octombrie 2021. Ne așteptăm ca constatările noastre să ofere o bază relevantă de concluzii pentru a sprijini o amplificare a utilității indicelui de transparență Vektor, care ar trebui extins inclusiv pentru emitenții AeRO.

Cuvinte cheie: guvernanța corporativă, declarația de conformitate, protecția investitorilor, sistem multilateral de tranzacționare, emitent de valori mobiliare

Clasificare JEL: M42, M48

© 2021 Publicat de revista ACTA MARISIENSIS, SERIA OECONOMICA, Editura University Press Târgu Mureș, sub egida Universității de Medicină, Farmacie, Științe și Tehnologie George Emil Palade din Târgu Mureș, România.

² Autorul indicat pentru corespondență: Maria-Alexandra Popa
e-mail: maria.popa@umfst.ro

1 INTRODUCERE

Guvernanța corporativă definește un set de sisteme și principii prin care se asigură că o companie este administrată într-o manieră care satisface cel mai bine interesele părților interesate, promovând valori precum echitate, transparență, integritate și responsabilitate. Bunele practici de guvernanță corporativă asigură protecția intereselor acționarilor, dezvăluire și transparență în tranzacții de afaceri, conformitate cu cadrul legal și dispozițiile statutare, conduită etică în afaceri și angajamentul de a genera valoare părților interesate (Mittal S. & Kalsie A., 2015).

În opinia lui Isaih D. și Fakoya M.B. (2017), principiile moderne de guvernanță corporativă justifică o abordare care pune în echilibru nevoile legitime și rezonabile, interesele și așteptările părților interesate într-o manieră etică și sustenabilă, ca parte a procesului decizional. Alți autori au argumentat că o bună guvernanță corporativă contribuie la stabilitate economică prin ameliorarea performanței companiilor și prin facilitarea accesului la capital, având un impact major în reducerea vulnerabilităților specifice crizelor financiare (Latif B., ș.a., 2013) sau în furnizarea unor garanții de securitate pentru activele sau fondurile deținute de companie (Leksono A.W., Rendika V., 2018).

Unii cercetători (Pahuja A, & Bhatia B.S., 2010) au analizat determinanții dezvoltărilor specifice guvernanței corporative. Studiul acestora a încercat să determine măsura în care companiile indiene listate diseminează informații despre practicile de guvernanță prin examinarea rapoartelor anuale ale unui număr de 50 de companii listate. Studiul arată că există o diferență considerabilă în ce privește dimensiunile cantitative și calitative ale prezentărilor de informații realizate de companii în rapoartele anuale, lăsând loc pentru îmbunătățiri substanțiale ale practicilor de dezvoltare în materie.

Alți autori (Shahbaz T., Raja A.A.K., și Zeeshan R.A., 2012) au concluzionat că, pentru investitori, unul dintre cele mai importante aspecte avut în vedere cu ocazia fundamentării unei decizii de investiții se referă la nivelul de implementare a principiilor de guvernanță corporativă, care le poate asigura rentabilitatea investiției. În aceeași direcție au fost emise judecăți de valoare potrivit cărora nivelul guvernanței corporative ar putea avea un impact asupra capitalizării bursiere, un indicator dinamic de măsurare a dimensiunii unei companii cotate. Astfel, informațiile pozitive sau negative despre companie determină o ajustare imediată a prețurilor de tranzacționare, odată ce au fost diseminate publicului. Din această perspectivă, conducerea superioară ar putea fi motivată să îmbunătățească reputația companiei pe piața de capital, într-o evoluție lineară (Hasan M.S., Normah O., 2015). Cu toate acestea, au fost identificate și studii care au apreciat o legătură slabă între guvernanța corporativă și performanța companiilor, precum cel realizat de Kushani P. și Hirindu K. (2017) asupra companiilor listate în sectorul financiar din Sri Lanka. Alte studii (Rathnayake D.N., Sun G., 2017) extinse în țări asiatice precum Singapore, Pakistan, Malaysia, inclusiv Sri Lanka au pus în valoare, dimpotrivă, o concluzie potrivit căreia practici solide de guvernanță corporativă direcționează în mod favorabil performanța unei companii.

În ce privește studii efectuate pe piața românească de capital (Spătăcean O., Ghiorghită L., 2012), acestea au fost direcționate cu precădere asupra segmentului pieței reglementate BVB, interesul asupra SMT AeRO fiind aproape inexistent în cercetările anterioare. Din acest considerent, apreciem că demersurile noastre de evaluare a conformității cu principiile relevante de guvernanță corporativă în cazul emitenților AeRO aduc un plus de valoare asupra imaginii



globale privind modul în care persoanele responsabile înțeleg să adopte și să implementeze o bună guvernare pe Bursa de Valori București.

2 DEFINIREA PROBLEMEI CERCETATE

Scopul nostru este să identificăm posibile corelații între ratele de conformare ale guvernării corporative și (i) ponderea fiecărui emitent în indicele BET AeRO, respectiv (ii) rentabilitatea acțiunilor. Ne bazăm investigațiile noastre pe următoarele ipoteze:

H₁ - există o corelație pozitivă între ratele de conformare în ce privește calitatea practicilor de guvernare corporativă și ponderea în indicele BET AeRO;

H₂ - există o corelație pozitivă între ratele de conformare ale guvernării corporative și randamentele de piață ale fiecărui emitent care a făcut obiectul cercetării noastre.

Eșantionul nostru conține 20 de emitenți listați pe SMT AeRO din cadrul BVB, incluși în indicele BET AeRO lansat la 10 octombrie 2021. Metodologia cercetării a avut în vedere următoarele activități principale:

- definirea unui număr de 17 cerințe relevante de guvernare corporativă, în conformitate cu Codul de Guvernare Corporativă BVB, aplicabil emitenților AeRO începând cu 3 ianuarie 2022;

- inspecția rapoartelor anuale 2020 pentru fiecare emitent subiect al investigației, pentru a acumula dovezi necesare pentru a justifica declarațiile de conformitate privind guvernarea corporativă;

- inspecția rapoartelor de tranzacționare BVB, pentru a observa prețurile de tranzacționare în perioadele relevante, necesare pentru determinarea rentabilității anuale a acțiunii pentru fiecare emitent;

- revizuirea secțiunilor privind guvernarea corporativă din cadrul paginilor oficiale de internet ale emitenților, cu scopul de a obține o imagine mai cuprinzătoare a gradului de conformare cu cerințele de guvernare corporativă.

3 PREZENTAREA REZULTATELOR CERCETĂRII

Pe baza datelor obținute, am sintetizat ratele generale de conformitate în raport cu cele cinci secțiuni relevante ale guvernării corporative (Tabel 1). După cum se poate observa, secțiunile care conțin cerințe generale și cerințe privind relația cu investitorii, au marcat cele mai ridicate valori ale ratei generale de conformare. Secțiunile care conțin cerințe referitoare la consiliul de administrație, controlul intern și remunerarea au înregistrat rate generale de conformare la un nivel redus, sugerând vulnerabilități semnificative în ceea ce privește raportarea financiară, sub aspectul controlului intern și al monitorizării. Reținem faptul că rata generală de conformare s-a determinat la nivelul fiecărei secțiuni relevante de guvernare corporativă sub forma unei valori medii simple a ratelor de conformare individuală, observate pentru fiecare aserțiune inclusă în secțiunea respectivă. Spre exemplu, în cazul secțiunii 0 – Cerințe Generale, rata generală de conformare este: $(60\% + 50\% + 60\% + 65\%) / 4 = 58,75\%$. Sursa datelor primare pentru aceste calcule se regăsește în Tabel 2.

Tabel 1 – Rezultate sintetizate ale ratelor generale de conformitate

Cod	Secțiune	Rata Generală de Conformare (%)
0	Cerințe Generale	58.75%
A	Cerințe privind Consiliul de Administrație	28.33%
B	Controlul Intern	22.50%
C	Remunerare și Motivare	35.00%
D	Creare de Valoare prin Relațiile cu Investitorii	55.71%

Sursa: proiecția autorilor

Tabelul 2 detaliază ratele de conformitate GC pentru fiecare afirmație care corespunde cerințelor relevante din Codul de Governanță Corporativă BVB. Aceste rate au fost stabilite ca raport între numărul de emitenți care în mod rezonabil s-au conformat cerințelor și numărul total de emitenți care au făcut obiectul inspecțiilor (20 emitenți). Concluziile cu privire la măsura în care conformarea a fost în mod rezonabil atinsă, au fost obținute prin analiza rapoartelor anuale 2020 și prin inspecția paginilor oficiale de internet ale emitenților.

Tabel 2 – Rezultate empirice detaliate privind ratele de conformare cu cerințele guvernancei corporative

Secțiunea	Î	Cerința relevantă	Rata de conformitate (%)
Cerințe Generale	Î1	Secțiune distinctă GC pe webiste, cu funcție IR	12/20 = 60%
	Î2	Versiune în limba engleză a website-ului	10/20 = 50%
	Î3	Declarația GC Aplici sau Explici	12/20 = 60%
	Î4	Actul constitutiv și regulamente CA privind conflictele de interese	13/20 = 65%
Secțiunea A – Cerințe privind CA	Î5	Dezvăluirea altor angajamente profesionale ale membrilor CA	8/20 = 40%
	Î6	Dezvăluiri ale relațiilor de afiliere dintre membrii CA și acționari cu peste 5%	7/20 = 35%
	Î7	Evaluarea anuală a membrilor CA	2/20 = 10%
Secțiunea B – Controlul Intern	Î8	Aprobarea CA a tranzacțiilor cu persoane afiliate peste 5% din activele nete	4/20 = 20%
	Î9	Funcția de audit intern raportează către CA și Conducerea Superioară	5/20 = 25%
Secțiunea C – Remunerare și Motivare	Î10	Dezvăluiri ale politicii de remunerare în ce privește membrii CA și Directorul General	7/20 = 35%
Secțiunea D – Creare de Valoare prin Relațiile cu Investitorii	Î11	CV-uri ale membrilor CA și Directorului General	7/20 = 35%
	Î12	Rapoarte curente și periodice	19/20 = 95%
	Î13	Informații relevante despre AGA	16/20 = 80%
	Î14	Dezvăluiri referitoare la evenimente corporative	9/20 = 45%
	Î15	Dezvăluiri privind politica de dividende	11/20 = 55%
	Î16	Dezvăluiri privind politica de previzionare	9/20 = 45%
	Î17	Întruniri cu analiștii în conferințe anuale	7/20 = 35%

Sursa: proiecția autorilor



În raport cu evidențele disponibile public și dovezile acumulate, vulnerabilitățile apreciate ca fiind semnificative la adresa conformității cu cerințele relevante de guvernanță au vizat: (i) evaluarea anuală a membrilor CA sub responsabilitatea președintelui; (ii) aprobarea de către CA a tranzacțiilor cu părți afiliate în valoare de peste 5% din activele nete; (iii) eficacitatea funcției de audit intern; (iv) dezvăluirea relațiilor de afiliere între membrii CA și acționari cu peste 5% din capital și (v) publicarea politicii de remunerare, inclusiv includerea de informații relevante cu privire la remunerarea membrilor CA și ai Conducerii Superioare.

Tabel 3 – Situația emitenților pe intervale de conformitate GC

Rata de conformare/ Indicator	Nivel scăzut de conformare (rata < 40%)	Nivel mediu de conformare (40%<rata < 70%)	Nivel ridicat de conformare (rata > 70%)	Total
Număr de emitenți	8	8	4	20
Pondere (%)	40%	40%	20%	100%

Sursa: proiecția autorilor

În raport cu valorile ratelor de conformare au fost definite intervale pentru nivelurile de conformare ridicat, mediu și scăzut. În urma clasificării emitenților analizați (Tabel 3), s-a determinat că doar 20% dintre emitenți au înregistrat un nivel ridicat de conformare (peste 70%).

Testarea gradului de corelație dintre ratele de conformare GC și ponderea în indicele BET AeRO, respectiv rentabilitatea anuală a acțiunii a generat rezultate care au fost sumarizate în Tabelul 4.

Aceste rezultate confirmă corespondențe divergente de natură să pună sub semnul incertitudinii validarea ipotezelor de cercetare. Astfel, doar doi emitenți dintre cei patru cu grad ridicat de conformare dețin ponderi în indicele bursier de peste 5% în timp ce ceilalți doi emitenți dețin ponderi în indice mai mici decât 2,5%. În ansamblu, cota cumulată în indicele BET AeRO pentru emitenții cu grad ridicat de conformare este de aproximativ 24%. La polul opus, cota cumulată pentru cei opt emitenți cu grad scăzut de conformare este de peste 42%.

În urma efectuării testelor de corelație dintre ratele de conformare GC și rentabilitatea anuală a acțiunii, concluziile susțin, de asemenea, o evoluție divergentă. Astfel, din totalul celor 11 emitenți care au înregistrat reduceri cu peste 10% a prețului de tranzacționare, un număr de șapte emitenți au înregistrat niveluri medii și ridicate ale ratelor de conformare. Mai mult decât atât, dintre cei trei emitenți care au înregistrat scăderi de preț de peste 80%, doi emitenți aveau un nivel mediu de conformare iar al treilea avea un nivel ridicat de conformare. În aceeași notă divergentă, cele mai mari creșteri ale prețurilor de tranzacționare (+850%, respectiv +180%) au fost constatate în cazul emitenților cu un nivel scăzut al ratei de conformare GC.

Tabel 4 – Rezultate empirice privind corelațiile ratelor de conformitate

Emitent	Industrie	Rata de conformitate (%)	Pondere în indice (%)	Rentabilitate acțiunii în 2021 (%)	Rentabilitatea acțiunii în IPO (%)
CHIMCOMPLEX BORZESTI SA	Fabricare	31%	25.54%	850.00%	n/a
Holde Agri Invest S.A.	Agricultură	75%	12.98%	19.85%	n/a
NOROFERT S.A.	Agricultură	94%	7.26%	(43.88%)	n/a
SAFETECH INNOVATIONS	Tehnologia informației	56%	6.94%	(55.33%)	n/a
ELECTROPRECIZIA SA Sacele	Vânzări cu amănuntul	56%	5.72%	32.77%	n/a
IHUNT TECHNOLOGY S.A.	Vânzări cu amănuntul	63%	5.36%	(70.19%)	n/a
SIMTEL TEAM	Mașini industriale	50%	4.84%	4.41%	83.08%
AGROSERV MARIUTA	Agricultură mixtă	38%	4.73%	9.65%	26.67%
AGROLAND BUSINESS SYSTEM	Agricultură	69%	4.42%	(83.96%)	n/a
ARCTIC STREAM	Tehnologia informației	19%	4.22%	(27.68%)	34.40%
VISUAL FAN	Vânzări cu amănuntul	38%	3.88%	(6.30%)	(3.57%)
MACOFIL SA TG. JIU	Fabricare	50%	3.47%	26.36%	n/a
2PERFORMANT NETWORK	Tehnologia informației	88%	2.30%	(80.36%)	n/a
MAMBRICOLAJ S.A.	Vânzări cu amănuntul	56%	2.05%	(80.92%)	n/a
LCS IMOBILIAR SA	Imobiliare	0%	1.79%	180.00%	n/a
LIFE IS HARD S.A.	Tehnologia informației	100	1.59%	9.76%	n/a
AGROLAND AGRIBUSINESS	Agricultură	25%	0.91%	(12.50%)	24.44%
VIFRANA	Cultura vinurilor	13%	0.83%	(40.00%)	n/a
FIREBYTE GAMES	Jocuri video	56%	0.76%	(63.12%)	151.79%
AIR CLAIM	Transport aerian	13%	0.39%	(73.99%)	99.68%

Sursa: proiecția autorilor

4 CONCLUZII

Demersurile noastre de cercetare au fost limitate în atingerea obiectivelor propuse, cel puțin ca rezultat al următoarelor: (i) un număr de 4 emitenți din cei 20 analizați nu au publicat rapoarte anuale pentru anul 2020, fiind admiși la tranzacționare în anul 2021; și (ii) un număr de 7 emitenți din cei 20 analizați au argumentat că existența unui Consiliu de Administrație nu se



justifică, contrar prevederilor din Legea Societăților nr. 31/1990 și Legea Emitenților nr. 24/2017. Reținem așadar, că în cazul entităților care au o obligație legală de auditare a situațiilor financiare anuale, existența unui Consiliu de Administrație și delegarea conducerii Societății sunt dispoziții legale impuse prin Legea Societăților. Obligația legală de auditare a situațiilor financiare este indusă de Legea Emitenților nr. 24/2017 care prevede că raportul anual conține și raportul auditorului statutar.

În ce privește validarea ipotezelor de cercetare formulate, prezentăm în continuare concluziile noastre. Ipoteza H1 care avea în vedere corelația pozitivă dintre rata de conformitate GC și ponderea în indicele bursier BET AeRO a fost acceptată într-o măsură moderată, având în vedere că un număr de 6 emitenți cu grad de conformare peste 60% compun doar 34% din totalul indicelui bursier. Reținem în acest context faptul că emitentul Chimcomplex SA Borzești, care deține cea mai mare pondere în indice (peste 25%) a confirmat un nivel redus de conformare (31%), în timp ce emitentul Life is Hard SA, deși a înregistrat nivelul maxim de conformare GC, are o pondere nesemnificativă în indicele bursier AeRO (1,59%). Ipoteza H2 care corela pozitiv rata de conformare GC și rentabilitatea anuală a acțiunii a fost, de asemenea, acceptată într-o măsură moderată. În susținerea acestei concluzii, arătăm că un număr de 4 emitenți cu rate de conformare de peste 60% au pierdut aproape 70% din prețul de tranzacționare pe parcursul anului 2021. Mai mult decât atât, emitentul LCS Imobiliar SA pentru care am fost în imposibilitate să determinăm o rată de conformare, în absența unui website oficial și a raportului anual 2020, a înregistrat o rentabilitate a acțiunii de 180%. Pe baza acestor justificări, apreciem că cele două ipoteze de cercetare au fost respinse, ceea ce echivalează cu un nivel scăzut sau inexistent de corelație între ratele de conformare GC și ponderea în indicele BET AeRO sau rentabilitatea anuală a acțiunii.

Întrucât nivelul general de conformare este unul mediu, există în mod rezonabil întrebarea în ce măsură emitenții aleși să compună indicele BET AeRO sunt reprezentativi pentru segmentul de tranzacționare AeRO. O asemenea preocupare poate fi justificată inclusiv din perspectiva extinderii indicelui de transparență Vektor asupra acestei piețe de tranzacționare, cu o ajustare corespunzătoare a metodologiei de calcul.

Direcțiile viitoare de cercetare vizează extinderea eșantionului cu toți emitenții de pe SMT AeRO admiși la tranzacționare în ultimii doi ani, inclusiv cei care nu au fost incluși în indicele BET AeRO. Se poate avea în vedere inclusiv corelația cu performanțele financiare sau extinderea concluziilor de evaluare calitativă a conformității GC prin utilizarea unor tehnici de investigare bazate pe chestionare.

Bibliografie:

- Mittal, S., Kalsie, A.** (2015, July), A Review on Corporate Governance in India: Impact on Firm Performance, *International Journal of Business and Administration Research Review*, Vol. 1, Issue 11, p. 170-174, ISSN -2348-0653;
- Isaih, D., Fakoya, M.B.** (2017, June), Effect of Corporate Governance Structure on the Financial Performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE) – Listed Mining Firms, *Sustainability*, doi:10.3390/su9060867;

- Latif, B.** et al., (2013), Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Sugar Mills of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, ISSN 2222-1905, Vol. 5, No. 1, p. 51-59;
- Leksono, A.W., Rendika V.** (2018, September) The Effect of Good Corporate Governance Mechanism and Financial Performance on Firm Value of Banking Sector Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) Period of 2012 – 2016, *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, ISSN 2456-2165, Vol. 3, Issue 9, p. 535 – 540;
- Pahuja, A., Bhatia, B.S.** (2010, July), Determinants of Corporate Governance Disclosures: Evidence from Companies in Northern India, *IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. IX, No. 3, p. 71;
- Shahbaz, T., Raja, A.A.K., Zeeshan, R.A.** (2018, July), An Investigation of Corporate Governance and Firm Performance after Revised Code 2012 in Pakistan, *International Journal of Management Sciences and Business Research*, Vol – 7, Issue &, ISSN 2226-8235;
- Hasan, M.S., Normah O.,** (2015). The Impact of Firm's Level Corporation on Market Capitalization, *Journal of Investment and Management*, doi: 10.11648/j.jim.20150404.14, ISSN 2328-7713, p. 119-131;
- Kushani, P., Hirindu K.,** (2017, March), The Relationship between Corporate Governance and Firm Performance, *Management and Administrative Sciences Review*, Vol. 6, Issue 2, ISSN 2310-872X, p. 73-84;
- Rathnayake, D.N., Sun, G.,** (2017) Corporate Ownership, Governance and Performance: Evidence from Asian Countries, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.8, No. 15, ISSN 2222-1697, p. 28-36;
- Spătăcean, O., Ghiorghită L.,** (2012) Testing Compliance with Corporate Governance Principles on the Romanian Capital Market, *Studia Universitatis Petru Maior Journal, Series Oeconomica*, Fasciculus 1, ISSN 1843-1127, p. 70-87.



Quality Assessment for Corporate Governance Compliance: the Case of BSE-MTF Listed Entities

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN^{1*}

Tatiana DĂNESCU¹

Alexandra Maria POPA¹

¹ Faculty of Economics and Law, ED1 Department – Economic Sciences, University of Medicine, Pharmacy, Sciences and Technology “George Emil Palade” from Targu Mures, Gh. Marinescu Street, no. 38, Targu Mures, 540139, Romania

Abstract: Over the past two years a significant number of issuers have emerged on the AeRO Multilateral Trading Facility (MTF) organized and managed by the Bucharest Stock Exchange (BSE). Preliminary assessments concluded that investors' interest for the recent AeRO public offerings of equity and debt seemed to be even greater than in case of the regulated market, possibly explained by a higher return on investments. On the other hand, a preference for the AeRO market instead of the regulated market has been also noticed among the insuurers trying to avoid compliance costs related to financial reporting and corporate governance. These assumptions are relevant to sustain a research direction related to a quality assessment of compliance with relevant corporate governance principles that AeRO issuers must also embrace and implement. The research methodology includes governance compliance inspections, issuers' website screenings and annual report reviews. The sample of issuers is formed by the 20 issuers included in the BETAeRO Index launched on 11th of October, 2021. We expect that our findings will provide a relevant basis of conclusions to support a broaden utility of the Vektor transparency index, which should be extended for AeRO issuers as well.

Keywords: corporate governance, compliance statement, investors' protection, multilateral trading facility, securities' issuer

JEL Classification: M42, M48

© 2021 Published by ACTA MARISIENSIS, SERIA OECONOMICA, Publisher University Press Targu Mures, issued on behalf of University of Medicine, Pharmacy, Sciences and Technology “George Emil Palade” from Targu Mures, Romania

* Corresponding author: Maria-Alexandra Popa
e-mail: maria.popa@umfst.ro

1 INTRODUCTION

Corporate governance defines a set of systems and principles to ensure that a company is managed in a manner that best meets the interests of stakeholders, promoting values such as fairness, transparency, integrity and accountability. Good corporate governance practices ensure the protection of shareholders' interests, disclosure and transparency in business transactions, compliance with the legal framework and statutory provisions, ethical business conduct and a commitment to generate value to stakeholders (Mittal S. & Kalsie A., 2015).

In the opinion of Isaih D. and Fakoya M.B. (2017), modern principles of corporate governance justify an approach that balances the legitimate and reasonable needs, interests and expectations of stakeholders in an ethical and sustainable manner as part of the decision-making process. Other authors have argued that good corporate governance contributes to economic stability by improving the performance of companies and facilitating access to capital, having a major impact in reducing the vulnerabilities specific to financial crises (Latif B. etc., etc., 2013) or in providing security guarantees for assets or funds held by the company (Leksono A.W., Rendika V., 2018).

Some researchers (Pahuja A, & Bhatia B.S., 2010) have analyzed the determinants of the corporate governance disclosures. Their study sought to determine the extent to which listed Indian companies disseminate information about governance practices by examining the annual reports of 50 listed companies. The study shows that there is a considerable difference in the quantitative and qualitative dimensions of the disclosures made by companies in their annual reports, leaving room for substantial improvements related to disclosure practices in this matter.

Other authors (Shahbaz T., Raja A.A.K., and Zeeshan R.A., 2012) concluded that, for investors, one of the most important aspects considered when substantiating an investment decision relates to the level of implementation of corporate governance principles, which can ensure their return on investment. In the same direction, value judgments have been made that the level of corporate governance could have an impact on the capitalization of the stock market, a dynamic indicator of measuring the size of a listed company. Thus, positive or negative information about the company causes an immediate adjustment of the trading prices, once it has been disseminated to the public. From this perspective, senior management could be motivated to improve the company's reputation on the capital market, in a linear evolution (Hasan M.S., Normah O., 2015). However, studies have also been identified that have assessed a weak link between corporate governance and the performance of companies, such as the one conducted by Kushani P. and Hirindu K. (2017) on companies listed in the Sri Lankan financial sector. Other studies (Rathnayake D.N., Sun G., 2017) expanded in Asian countries such as Singapore, Pakistan, Malaysia, including Sri Lanka have, on the contrary, highlighted a conclusion that strong corporate governance practices favorably drive the performance of a company.

As for the studies carried out on the Romanian capital market (Spătăcean O., Ghiorghiță L., 2012), they were directed mainly on the segment of the BSE regulated market, the interest on SMT AeRO being almost non-existent in previous researches. For this reason, we appreciate that our approaches to assess compliance with the relevant principles of corporate governance in the case of AeRO issuers bring added value to the global image of how persons in charge understand to adopt and implement good governance on the Bucharest Stock Exchange.



2 DEFINING THE RESEARCH PROBLEM

We aim to identify possible correlations between corporate governance compliance ratios and (i) BET AeRO index weight of each issuer, and (ii) stock returns. We base our investigations on the following hypothesis:

H₁ - there is a positive correlation between compliance ratios regarding the quality of corporate governance practices and BET AeRO index weight;

H₂ - there is a positive correlation between corporate governance compliance ratios and the stock returns for each issuer subject to our review.

Our sample consists of 20 issuers listed on MTF AeRO within BSE, included in BET AeRO index launched on October 10th, 2021. The research methodology considered the following main activities:

- define 17 relevant corporate governance requirements according to BSE Corporate Governance Code in force for AeRO issuers starting from January 3rd, 2022;
- inspect the 2020 Annual Reports of each issuer under review, to accumulate evidence needed to support corporate governance compliance statements;
- inspect BSE trading activity reports, to observe trading prices for the relevant periods, needed to determine annual stock returns of each issuer;
- review corporate governance sections within the official websites of the issuers, in order to obtain a broader picture in terms of corporate governance compliance level.

3 PRESENTING THE RESEARCH FINDINGS

Based on the data obtained, we have summarised the overall compliance rates against the five relevant sections of corporate governance (Table 1). As can be seen, the sections containing general requirements and requirements for the relationship with investors, marked the highest values of the overall compliance rate. Sections containing BoD requirements, internal control and remuneration requirements recorded low overall compliance rates, suggesting significant vulnerabilities in financial reporting in terms of internal control and monitoring. We note that the overall compliance rate was determined at the level of each relevant section of corporate governance as a simple average of the individual compliance rates observed for each assertion included in that section. For example, in the case of section 0 – General Requirements, the overall compliance rate is: $(60\% + 50\% + 60\% + 65\%) / 4 = 58.75\%$. The source of the raw data for these calculations can be found in Table 2.

Table 1 – Synthesized results of overall compliance ratios

Code	Section	Overall Compliance Ratio (%)
0	General Requirements	58.75%
A	Board of Directors Requirements	28.33%
B	Internal Control	22.50%
C	Remuneration and Motivation	35.00%
D	Creating Value through Investor Relations	55.71%

Source: authors' projection

Table 2 shows the CG compliance rates for each assertion that corresponds to the relevant requirements of the BSE Corporate Governance Code. These rates were computed as ratios between the number of issuers that reasonably complied with the requirements and the total number of issuers under inspection (20 issuers). Conclusions on the extent to which compliance had been reasonably achieved, were obtained through the analysis of the 2020 annual reports and the inspection of the issuers' official websites.

Table 2 – Detailed empirical results of compliance ratios for corporate governance requirements

Section	Q	Relevant Requirement	Compliance Ratio (%)
General Requirements	Q1	Distinctive CG website section, with IR function	12/20 = 60%
	Q2	English version of the website	10/20 = 50%
	Q3	CG Apply or Explain Statement	12/20 = 60%
	Q4	Articles of Association and BoD regulation addressing conflicts of interests	13/20 = 65%
Section A - BoD Requirements	Q5	Disclosure of other professional commitments of BoD Members	8/20 = 40%
	Q6	Disclosure of BoD Members' affiliates with a 5% shareholder	7/20 = 35%
	Q7	Annual assessment of BoD Members	2/20 = 10%
Section B – Internal Control	Q8	BoD approval of trades with affiliates above 5% of net assets	4/20 = 20%
	Q9	Internal audit function reporting to BoD and Superior Management	5/20 = 25%
Section C – Remuneration and Motivation	Q10	Remuneration policy disclosures for BoD Members and CEO	7/20 = 35%
Section D – Creating Value through Investor Relations	Q11	BoD Members and CEO CVs	7/20 = 35%
	Q12	Current and Periodic Reports	19/20 = 95%
	Q13	GSM relevant information	16/20 = 80%
	Q14	Disclosures related to corporate events	9/20 = 45%
	Q15	Dividend policy disclosures	11/20 = 55%
	Q16	Forecast policy disclosures	9/20 = 45%
	Q17	Annual conference meeting with analysts	7/20 = 35%

Source: authors' projection



In relation to publicly available records and accumulated evidence, the vulnerabilities considered to be significant to compliance with the relevant governance requirements concerned: (i) the annual evaluation of the BoD members under the responsibility of the President; (ii) approval by the BoD of transactions with related parties in the amount of more than 5% of the net assets; (iii) the effectiveness of the internal audit function; (iv) disclosure of affiliation relationships between BoD members and shareholders with more than 5% of the capital and (v) the publication of the remuneration policy, including the inclusion of relevant information regarding the remuneration of BoD members and senior management.

Table 3 – Issuers’ distribution on CG compliance intervals

Compliance Rate/ Indicator	Low Compliance (rate < 40%)	Medium compliance (40%<rate < 70%)	High compliance (rate > 70%)	Total
Number of issuers	8	8	4	20
Weight (%)	40%	40%	20%	100%

Source: authors’ projection

Ranges for high, medium and low compliance levels have been defined against the compliance rate values. Based on the classification of the analyzed issuers (Table 3), it was determined that only 20% of issuers recorded a high level of compliance (over 70%).

Testing the degree of correlation between the CG compliance rates and the weighting in the BET AeRO index, respectively the annual stock return generated results that were summarized in Table 4.

These results confirm divergent correspondences that could put the validation of research hypotheses into question. Thus, only two issuers out of the four with a high degree of compliance hold a percentage in the stock index of over 5% while the other two issuers hold a percentage lower than 2.5%. Overall, the cumulative share in the BET AeRO index for issuers with a high degree of compliance is about 24%. On the other hand, the cumulative share for the eight issuers with a low degree of compliance is over 42%.

After the performance of correlation tests between the CG compliance rates and the annual stock return, the conclusions also support a divergent development. Thus, out of the total 11 issuers that recorded downsides of more than 10% in the trading price, seven issuers recorded medium and high levels of compliance rates. Moreover, of the three issuers that recorded price declines of more than 80%, two issuers had a medium level of compliance and the third issuer had a high level of compliance. On the same dissenting note, the largest increases in trading prices (+850% and +180% respectively) were noticed for issuers with a low CG compliance rate.

Table 4 – Empirical results of compliance ratio correlations

Issuer	Industry	Compliance Ratio (%)	Index weight (%)	2021 Stock Return (%)	IPO Stock Return (%)
CHIMCOMPLEX BORZESTI SA	Manufacturing	31%	25.54%	850.00%	n/a
Holde Agri Invest S.A.	Agriculture	75%	12.98%	19.85%	n/a
NOROFERT S.A.	Agriculture	94%	7.26%	(43.88%)	n/a
SAFETECH INNOVATIONS	Information Technology	56%	6.94%	(55.33%)	n/a
ELECTROPRECIZIA SA Sacele	Retail Sales	56%	5.72%	32.77%	n/a
IHUNT TECHNOLOGY S.A.	Retail Sales	63%	5.36%	(70.19%)	n/a
SIMTEL TEAM	Industrial Machinery	50%	4.84%	4.41%	83.08%
AGROSERV MARIUTA	Mixed Farming	38%	4.73%	9.65%	26.67%
AGROLAND BUSINESS SYSTEM	Agriculture	69%	4.42%	(83.96%)	n/a
ARCTIC STREAM	Information Technology	19%	4.22%	(27.68%)	34.40%
VISUAL FAN	Retail Sales	38%	3.88%	(6.30%)	(3.57%)
MACOFIL SA TG. JIU	Manufacturing	50%	3.47%	26.36%	n/a
2PERFORMANT NETWORK	Information Technology	88%	2.30%	(80.36%)	n/a
MAMBRICOLAJ S.A.	Retail Sales	56%	2.05%	(80.92%)	n/a
LCS IMOBILIAR SA	Real estate	0%	1.79%	180.00%	n/a
LIFE IS HARD S.A.	Information Technology	100%	1.59%	9.76%	n/a
AGROLAND AGRIBUSINESS	Agriculture	25%	0.91%	(12.50%)	24.44%
VIFRANA	Growing grapes	13%	0.83%	(40.00%)	n/a
FIREBYTE GAMES	Video Gaming	56%	0.76%	(63.12%)	151.79%
AIR CLAIM	Air transportation	13%	0.39%	(73.99%)	99.68%

Source: authors' projection

4 CONCLUSIONS

Our research efforts were limited in achieving the proposed objectives, at least as a result of the following: (i) a number of 4 issuers out of the 20 analyzed did not publish annual reports for 2020, as they have been admitted to trading in 2021; and (ii) a number of 7 issuers out of the 20 analyzed argued that the existence of a Board of Directors is not justified, contrary to the provisions of the Companies' Law no. 31/1990 and the Issuers' Law no. 24/2017. We therefore note that in the case of entities that have a legal obligation to audit the annual financial statements, the existence of a Board of Directors and the delegation of Company's management are legal provisions imposed by the Companies' Law. The legal obligation to audit the financial statements is induced by the Issuers' Law no. 24/2017 which provides that the annual report also contains the report of the statutory auditor.

As regards the validation of the research hypotheses formulated, we present below our conclusions. The H1 hypothesis, which took into account the positive correlation between the GC compliance rate and the weight in the BET AeRO stock index, was accepted to a moderate extent, given that a number of 6 issuers with a degree of compliance above 60% make up only



34% of the total stock index. We note in this context that the issuer Chimcomplex SA Borzești, which holds the largest share in the index (over 25%) confirmed a low level of compliance (31%), while the issuer Life is Hard SA, although it recorded the maximum level of CG compliance, has an insignificant weight in the AeRO stock index (1.59%). The H2 hypothesis that positively correlated the CG compliance rate and the annual return of the stock was also accepted to a moderate extent. In support of this conclusion, we show that a number of 4 issuers with compliance rates of over 60% lost almost 70% of the trading price during 2021. Moreover, the issuer LCS Imobiliar SA for which we were unable to determine a compliance rate, in the absence of an official website and the annual report 2020, recorded a return on the share of 180%. On the basis of these justifications, we consider that the two research hypotheses were rejected, which equals to a low or non-existent level of correlation between the CG compliance rates and the weight in the BET AeRO index or the annual stock return.

As the overall level of compliance is a medium one, there is a reasonable question to what extent the issuers selected to compose the BET AeRO index are representative of the AeRO trading segment. Such a concern may also be justified from the perspective of the Vektor transparency index extension to this trading market, with a corresponding adjustment to the calculation methodology.

The future research directions are aimed at expanding the sample with all issuers on MTF AeRO, that have been admitted to trading in the last two years, including those that have not been included in the BET AeRO index. The correlation with the financial performance or the extension of the CG qualitative compliance assessment conclusions by using questionnaire-based investigative techniques may also be considered.

Bibliography:

Mittal, S., Kalsie, A. (2015, July), A Review on Corporate Governance in India: Impact on Firm Performance, *International Journal of Business and Administration Research Review*, Vol. 1, Issue 11, p. 170-174, ISSN -2348-0653;

Isaih, D., Fakoya, M.B. (2017, June), Effect of Corporate Governance Structure on the Financial Performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE) – Listed Mining Firms, *Sustainability*, doi:10.3390/su9060867;

Latif, B. et al., (2013), Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Sugar Mills of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, ISSN 2222-1905, Vol. 5, No. 1, p. 51-59;

Leksono, A.W., Rendika V. (2018, September) The Effect of Good Corporate Governance Mechanism and Financial Performance on Firm Value of Banking Sector Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) Period of 2012 – 2016, *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, ISSN 2456-2165, Vol. 3, Issue 9, p. 535 – 540;

Pahuja, A., Bhatia, B.S. (2010, July), Determinants of Corporate Governance Disclosures: Evidence from Companies in Northern India, *IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. IX, No. 3, p. 71;

Shahbaz, T., Raja, A.A.K., Zeeshan, R.A. (2018, July), An Investigation of Corporate Governance and Firm Performance after Revised Code 2012 in Pakistan, *International Journal of Management Sciences and Business Research*, Vol – 7, Issue &, ISSN 2226-8235;

Hasan, M.S., Normah O., (2015). The Impact of Firm's Level Corporation on Market Capitalization, *Journal of Investment and Management*, doi: 10.11648/j.jim.20150404.14, ISSN 2328-7713, p. 119-131;

Kushani, P., Hirindu K., (2017, March), The Relationship between Corporate Governance and Firm Performance, *Management and Administrative Sciences Review*, Vol. 6, Issue 2, ISSN 2310-872X, p. 73-84;

Rathnayake, D.N., Sun, G., (2017) Corporate Ownership, Governance and Performance: Evidence from Asian Countries, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.8, No. 15, ISSN 2222-1697, p. 28-36;

Spătăcean, O., Ghiorghiță L., (2012) Testing Compliance with Corporate Governance Principles on the Romanian Capital Market, *Studia Universitatis Petru Maior Journal, Series Oeconomica*, Fasciculus 1, ISSN 1843-1127, p. 70-87.