

Exercită guvernanta corporativă un impact asupra sistemului de administrare a riscurilor?

Petre BREZEANU

Academia de Studii Economice, București
brezeanupetre@yahoo.com

Mohammed Subhi Al ESSAWI

Academia de Studii Economice, București
mod_essawy@yahoo.com

Dorina POANTA

Universitatea Financiar-Bancară, București
dorina.poanta@yahoo.com

Leonardo BADEA

Universitatea „Valahia”, Târgoviște
leobadea@yahoo.com

Rezumat. *Această lucrare are ca focus contribuția politicilor de guvernanta corporativă asupra sistemului de management al riscului la nivel de întreprindere. Demersul de cercetare este unul complex, integrând atât informații cantitative, cât și calitative. Informațiile cantitative constau în indicatori financiari prelevați din bilanțul și contul de profit și pierdere, în timp ce perspectiva calitativă include variabile dummy care reflectă costurile de agent și de monitorizare, acestea din urmă guvernând relația dintre manageri și acționari.*

Cuvinte-cheie: performanța financiară; administrarea riscului; guvernanta corporativă.

Coduri JEL: G34.

Coduri REL: 17B.

Introducere

Managementul riscului financiar a căpătat o importanță deosebită în ultimii cincisprezece ani. Globalizarea a declanșat dezvoltarea pieței de capital și în același timp creșterea volatilității, ceea ce a generat un grad ridicat de incertitudine la nivelul segmentului corporativ.

Structura capitalului și performanțele financiare ale companiilor sunt afectate în mare măsură de volatilitatea specifică piețelor financiare globale, determinând dezvoltarea managementului financiar; acesta din urmă se concentrează pe principalele variabile care reprezintă o sursă de risc – rata dobânzii, cursul valutar, titlurile de capital și mărfurile.

Analizii s-au preocupat de identificarea unor potențiale corelații între valoare companiei și managementul financiar, în special din perspectiva economiilor de scară. Crearea departamentelor de management financiar favorizează creșterea economică deoarece tehnicile de diminuare a riscului constituie un suport pentru acumularea de plusvaloare.

Această relație a reprezentat obiectul unor studii de cercetare concentrate în special pe firmele nonfinanciare, întrucât instituțiile financiare implică particularități în ceea ce privește structura capitalului.

Există diverse teorii cu privire la contribuția tehnicilor de gestionare a riscurilor pentru crearea de plusvaloare corespunzătoare acționarilor. Cu toate acestea, imperfecțiunile pieței de capital – costurile de agent, costurile de tranzacție, impozitele, creșterea costurilor de finanțare externă – reprezintă modalitatea prin care valoarea companiei poate crește în beneficiul acționarilor.

Tehnicile de management al riscului reprezintă un suport pentru maximizarea valorii companiei, devenind esențiale în contextul integrării piețelor de capital. Creșterea nivelului de risc, împreună cu riscul de concentrare pot conferi vulnerabilitate segmentului corporativ. Astfel, strategiile de management al riscurilor contribuie în mod esențial la crearea de valoare.

2. Descrierea bazei de date și a metodologiei

Studiul de caz se concentrează pe două regresii care integrează variabile referitoare la strategiile de management al riscului. Considerăm că efectul de levier și rentabilitatea sunt puternic corelate cu strategiile de administrare a riscului corporativ, ceea ce ne conduce către ideea existenței unui ansamblu de variabile-cheie care au impact asupra acestora; în esență, în cadrul studiului nostru ne propunem să evidențiem aceste variabile.

Baza de date aferentă acestui studiu de caz implică dinamica anuală a unor indicatori financiari corespunzători unui număr de 100 de companii americane listate pe bursa NASDAQ pe o perioadă de zece ani (1997-2007).

Metodologia utilizată se bazează pe aplicarea tehnicii de regresie, obținută prin metoda celor mai mici pătrate.

Prima ecuație include levierul financiar (calculat ca raport între datoria totală și capitalurile proprii) ca variabilă dependentă, în timp ce a doua ecuație cuprinde rentabilitatea (calculată ca raport între profitul net și cifra de afaceri).

Ecuațiile pot fi reprezentate sub forma:

$$Y_{it} = \alpha + \beta \times x_{it} + \omega_{it}$$

unde

$t = 1, \dots, t$ (perioada de timp);

x_{it} este un vector de variabile explicative;

α reprezintă interceptul;

β reprezintă indicatorul de volatilitate;

ω_{it} reprezintă eroarea.

Variabilele independente includ indicatori financiare clasici, cum ar fi ratele de lichiditate, solvabilitate, precum și indicatorii referitori la structura capitalului.

Partea inovatoare a cercetării constă în integrarea variabilelor dummy, care reflectă anumite trăsături ale strategiilor de management corporativ.

Prima ecuație integrează investitorii instituționali ca variabilă dummy, care ia valoarea 1 în cazul în care există investitori instituționali printre acționarii companiei și valoarea 0 dacă printre acționarii societății nu sunt investitori instituționali.

Dreptul de proprietate al CEO-ului companiei este cea de-a doua variabilă dummy, care ia valoarea 1 în cazul în care CEO-ul companiei deține acțiuni și valoarea 0 în cazul în care CEO-ul companiei nu posedă acțiuni.

A doua ecuație include variabila dummy *blockholders*, care ia valoarea 1 în cazul în care compania este deținută de către investitorii străini care dețin între 5% și 10% și 0 dacă societatea nu este deținută de astfel de investitori.

Cea de-a doua variabilă dummy se referă la activitățile de achiziție; aceasta ia valoarea 1 în cazul în care compania se lansează în achiziții și 0 în cazul în care compania nu se lansează în astfel de activități.

3. Analiza rezultatelor statistice

Pentru a obține o înțelegere mai profundă în ceea ce privește importanța strategiilor de gestionare a riscurilor, a fost selectat un set de indicatori financiar care reflectă levierul financiar.

Perspectiva este una comparativă, fiind colectate date referitoare atât la companii americane care promovează un grad de îndatorare ridicat, precum și la

societăți care militează pentru punerea în aplicare a unor politici mai relaxante de îndatorare.

Considerăm un levier ridicat în condițiile în care acesta egalează aproximativ o treime din totalul activelor. Prin urmare, societățile în cazul cărora raportul dintre active și capitaluri proprii se ridică la o treime din activele proprii sunt percepute ca promovând o politică agresivă de îndatorare.

În opoziție, societățile care au un nivel al acestui raport inferior unei treimi din activele totale sunt percepute ca promovând o politică laxă de îndatorare.

Arbitrajul va fi următorul:

Dacă

Levier = [30%;100%] × active totale, atunci politica de finanțare a companiei este asociată cu un levier agresiv

Levier = [20%;30%] × active totale, atunci politica de finanțare a companiei este asociată cu un levier moderat

Levier = [0%;20%] × active totale, atunci politica de finanțare a companiei este asociată cu un levier scăzut.

Analiștii au convenit asupra faptului că efectul de levier este principala variabilă care influențează strategiile de management al riscului (Lookman, 2003). Prin urmare, levierul financiar, ca și raportul dintre datorii și fondul de rulment al companiei, au fost selectați în calitate de indicatori financiari care reflectă structura capitalului/solvabilitatea companiei.

Media și mediana raportului dintre datorii și fondul de rulment sunt superioare în cazul societăților care promovează un levier financiar agresiv (22,6 versus 4,82 și 17,48 versus 3,21) în comparație cu media și mediana corespunzătoare companiilor care promovează un levier financiar scăzut. Valoarea maximă corespunzătoare raportului dintre datorii și fondul de rulment în cazul societăților care promovează un levier financiar agresiv este mult superioară celei înregistrate în cazul societăților care adoptă un levier scăzut (122,69 față de 45,58).

O mai mare pondere este echivalentă cu mecanisme puternice de guvernanta corporativă. Această concluzie este în conformitate cu presupunerea făcută de Cremers (2005), potrivit căreia societățile axate pe autofinanțare nu au mecanisme puternice de guvernanta corporativă.

Statisticile corespunzătoare levierului financiar urmează aceeași direcție: media corespunzătoare și mediana sunt superioare pentru societățile care adoptă un levier agresiv (5,86 și 4,16 față de 8,91 și 9,32).

Activitatea a numeroși agenți economici se bazează pe atragerea resurselor financiare externe. Mai mult decât atât, în scopul de a obține mai multe fonduri externe, firmele trebuie să se conformeze cerințelor de garantare a creditelor, ceea ce înseamnă că trebuie să ofere creditorilor suficiente garanții reale reflectate de un nivel ridicat al capitalurilor proprii.

Arbitrajul cu privire la efectul de levier implică niveluri mai scăzute comparativ cu raportul dintre datorii și fondul de rulment.

Abaterile standard corespunzătoare celor doi indicatori financiari reflectă un grad ridicat de volatilitate la nivelul datoriei raportate la fondul de rulment în cazul societăților care adoptă un levier financiar agresiv (26,2 față de 8,41), care este în conformitate cu presupunerea că structura capitalului lor este mult mai dinamică.

Outputul statistic relevă concluzii importante în ceea ce privește strategiile de management corporativ.

O variabilă cheie strâns legată de strategiile de management corporativ este reprezentată de oportunitățile de creștere. Am utilizat cheltuielile de cercetare și dezvoltare (R & D), precum și activele corporale (proprietăți, instalații și echipamente) ca variabile proxy pentru oportunitățile de creștere. Aceste variabile proxy reflectă resursele investite sub forma oportunităților de creștere economică; în acest context, presupunem că ele sunt corelate pozitiv atât cu profitabilitatea, cât și cu levierul financiar.

Outputul statistic confirmă ipoteza inițială. Coeficienții corespunzători celor două variabile sunt semnificativi la un nivel de 5%, subliniind un impact consistent asupra levierului financiar. Astfel, o variație de 100% a cheltuielilor de cercetare și dezvoltare și a raportului dintre datorii și fondul de rulment declanșează o modificare a levierului financiar de 32,1% și 56,2%.

Această constatare este în concordanță cu cercetări anterioare (Lin, Smith, 2007, Allayannis, Ofek, 2001, Gay, Nam, 1998, Dolde, 1995).

Alte variabile importante derivă din informațiile de pe piață reflectate de raportul dintre profitul și prețul pe acțiune și de raportul dintre valoarea contabilă și valoarea de piață. Un nivel scăzut al celui de-al doilea indicator reflectă oportunități de creștere semnificative, precum și o tendință accentuată de a pune în practică strategii viabile de management corporativ.

Aceeași corelație poate fi concepută și în cazul raportului dintre profitul și prețul pe acțiune; un nivel scăzut al acestui indicator evidențiază oportunități de creștere, confirmând concluziile anterioare (Gay, Nam, 1998, Berkman, Bradbury, 1996). Outputul statistic relevă corelația negativă (a se vedea anexa 2).

Cele două rapoarte determină o variație a levierului financiar de $-0,342$ și, respectiv, de $-0,123$.

Veniturile din activitățile de exploatare reflectă oportunități de creștere. Coeficientul este pozitiv, indicând o contribuție puternică a veniturilor operaționale la oportunități de creștere. În ceea ce privește a doua regresie, rata de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile și gradul de îndatorare reprezintă un suport pentru strategiile de management corporativ. Oportunitățile de creștere semnificative și efectul de levier ridicat contribuie în mod pozitiv la profitabilitate și la gestionarea riscurilor specifice sectorului corporativ, în conformitate cu concluziile unor studii anterioare (Graham, Rogers, 2002, Geczy et al, 1997). Mai mult decât atât, Lel (2006) a subliniat că asocierea pozitivă dintre strategiile de management al riscului și levierul financiar depinde de structurile de guvernanta corporativă.

Deciziile de investiție și de finanțare sunt strâns legate de strategiile de gestionare a riscurilor, mai ales din perspectiva resurselor financiare. Proiectele de investiții care nu sunt sprijinite de fondurile interne generează costuri de finanțare externă. Această situație determină costuri de agent suplimentare. Creditorii se așteaptă la randamente în funcție de profilul de risc al companiei, ceea ce determină creșterea costului datoriei și scăderea valorii companiei (Myers, 1993).

Încă din 1986, Asquith și Mullins au subliniat că atragerea capitalului extern declanșează un impact negativ asupra valorii firmei, deoarece investitorii interpretează tendința managementului de a emite acțiuni noi în cazul în care compania este supraevaluată. Această presupunere este validată de anexa 2. Coeficienții marjei brute ($0,216$) și ai raportului dintre profitul și prețul pe acțiune ($-0,123$) sunt puternic semnificativi. Marja brută are un impact pozitiv asupra levierului, în timp ce influența celui de-al doilea indicator este negativă.

Strategiile de gestionare a riscurilor sunt corelate cu structura capitalului. Sistemul de management al riscului este construit în funcție de disponibilitatea firmei de a atrage resurse externe. Tufano (1998) și Chang (2000) au subliniat faptul că finanțarea internă diminuează constrângerile impuse de piața de capital sau sistemul bancar. Hedging ul este ușor promovat de către firme care adoptă un comportament de orientare către resursele interne de finanțare (Spano, 2001, Moore et al., 2000).

Relația dintre procesul de finanțare și cel de investiții se corelează cu mixul dintre perspectivele de creștere a firmei și piața de capital/constrângerile impuse de sistemul bancar. Cercetări anterioare au evidențiat că fluxul de numerar este puțin afectat de strategiile de acoperire a riscului (Gay, Nam, 1998, Guay, Kothari, 2003). Impactul negativ al raportului dintre profitul și

prețul pe acțiuni și al raportului dintre valoarea contabilă și valoarea de piață asupra levierului financiar evidențiază această idee.

Lichiditatea curentă are o influență pozitivă asupra levierului financiar, subliniind ideea că lichiditatea este o axă importantă a strategiilor de management. Literatura de specialitate a evidențiat că punerea în aplicare a unor strategii riguroase de lichiditate impune numeroase dificultăți pentru activitatea curentă a unei întreprinderi, luând în considerare costurile de oportunitate ridicate (Faulkender, 2005).

Cu toate acestea, lipsa de lichidități ar putea genera dificultăți de plată care pot conduce în timp la faliment.

Testele empirice subliniază faptul că o companie lichidă este mai receptivă la îndatorare, confirmând faptul că o lichiditate favorabilă creează stimulente pentru a atrage resurse financiare externe.

O variație de 1% a dimensiunii determină o variație a rentabilității de 73,1%. Un impact similar este exercitat de raportul dintre datorii și fondul de rulment și scorul Z (0,892 și, respectiv, 0,618). În conformitate cu Dionne et al. (2003), dimensiunea influențează pozitiv marja brută, confirmând ipoteza că firmele mari au perspective mai susținute de profit.

Raportul dintre datorii și fondul de rulment are un impact pozitiv asupra marjei brute. Analizii au subliniat faptul că o pondere semnificativă a activelor tangibile sprijină acumularea unui levier financiar important (Carpenter, 2000), fiind percepute pozitiv de către creditorii.

Strategiile de management al riscului implică o adevărată provocare din perspectiva problemelor de agent, a conflictelor de interese și a asimetriilor informaționale.

Încă din 1985, Smith și Stulz au relevat că există percepții diferite asupra riscului din partea managerilor și acționarilor. Managerii au tendința de a pune în aplicare strategii de risc, în conformitate cu propriile preferințe, care adesea nu sunt similare cu cele exprimate de acționari.

Cu toate acestea, controlul exercitat de către acționari asupra structurii de conducere a întreprinderilor declanșează costuri de monitorizare care au un impact negativ asupra performanței financiare.

Cercetări anterioare au subliniat că gradul de dispersie a acționarilor influențează costurile de agent. Conform teoriei *free rider*, în cazul în care gradul de concentrare a acționarilor este ridicat, e puțin probabil ca acționarii să fie dispuși să suporte costurile de monitorizare (May, 1995).

Berger și Ofek (1995) au evidențiat că e mai probabil ca acele costurile de monitorizare să fie suportate de investitori instituționali. Myers și Smith (1990) au subliniat faptul că managerii pretind remunerații în funcție de nivelul

de risc asumat. Din moment ce crește nivelul de risc, recompensa cerută de manageri este mai mare.

Stulz (2001) a subliniat că strategiile de acoperire (hedging) au un impact pozitiv asupra cash-flow-ului companiei, reducând riscul idiosincratic. Mai mult decât atât, gradul de diversificare a acționarilor îmbunătățește eficiența strategiilor de afaceri.

Testele empirice conduc către constatări similare.

Variabila dummy *Blockholders* contribuie în mod pozitiv la profitabilitate, ceea ce înseamnă că o dispersie scăzută a acționarilor încurajează perspectivele de creștere. Acest lucru este în concordanță cu presupunerea potrivit căreia un grad ridicat de concentrare a acționarilor implică o mare coeziune din perspectiva strategiilor de management, cu un impact pozitiv asupra profitabilității.

Investitorii instituționali și dreptul de proprietate al CEO au un impact pozitiv asupra levierului financiar. Variabila dummy reprezentată de dreptul de proprietate al CEO este asociată cu politici de remunerare extrem de consistente. Levierul devine un dispozitiv al guvernantei corporative, care scade gradul de asimetrie informațională. Coeficienții pozitivi corespunzători variabilelor dummy dezvăluie rezultate diferite în raport cu cercetările anterioare. Deoarece dreptul de proprietate al CEO este conceput ca un stimulent pentru a corela performanța managementului cu rezultatele financiare ale companiei, levierul nu mai este conceput sub forma unui mecanism de guvernanta corporativă, iar semnul așteptat al coeficientului este negativ.

Rezultatele empirice sunt diferite, dezvăluind o contribuție pozitivă a variabilelor dummy în raport cu levierul financiar; chiar dacă managerii au beneficii proporționale cu performanțele, care sunt susceptibile să-i motiveze pentru a asigura strategii adecvate de management și să fie într-o anumită măsură reticenți în a îndatora întreprinderea (din punctul de vedere al constrângerilor financiare), acest lucru nu atrage un levier financiar scăzut. Acest aspect poate fi interpretat ca o dovadă a faptului că întreprinderile analizate sunt receptive la finanțare externă.

Testele empirice axate pe variabilele care stau la baza strategiilor de risc corporativ implică unele limitări.

Endogenitatea variabilelor care dezvăluie aspecte importante ale deciziei de finanțare și de investiții reprezintă principala problemă. Este posibil ca indicatorii de solvabilitate, lichiditate și profitabilitate să integreze diferite niveluri de endogenitate.

O altă provocare este reprezentată de metodologia contabilă și de nivelul de transparență al informațiilor financiare. Este posibil ca datele financiare ale companiilor din punct de vedere al structurii capitalului și al rentabilității să nu includă variațiile în timp care ar avea un impact puternic asupra rezultatelor empirice.

Concluzii

Cercetarea analizează importanța strategiilor de management în cadrul întreprinderii din perspectiva profitabilității și a levierului financiar ca variabile elocvente. Demersul de cercetare este unul complex, integrând atât informații cantitative, cât și calitative. Informațiile cantitative constau în indicatori financiari prelevați din bilanț și contul de profit și pierdere, în timp ce perspectiva calitativă include variabile dummy care reflectă costurile de agent și de monitorizare, acestea din urmă guvernând relația dintre manageri și acționari.

Strategiile de gestionare a riscurilor sunt corelate cu structura capitalului. Sistemul de management al riscului este construit în funcție de disponibilitatea firmei de a atrage resurse externe. Relația dintre procesul de finanțare și cel de investiții se corelează cu mixul dintre perspectivele de creștere a firmei și piața de capital/constrângerile impuse de sistemul bancar. Outputul statistic relevă concluzii importante în ceea ce privește strategiile de management corporativ.

Testele empirice subliniază faptul că o companie lichidă este mai receptivă la îndatorare, confirmând faptul că o lichiditate favorabilă creează stimulente pentru a atrage resurse financiare externe.

O variație de 1% a dimensiunii determină o variație a rentabilității de 73,1%. Un impact similar este exercitat de raportul dintre datorii și fondul de rulment și scorul Z (0,892 și, respectiv, 0,618). În conformitate cu Dionne et al. (2003), dimensiunea influențează pozitiv marja brută, confirmând ipoteza că firmele mari au perspective mai susținute de profit.

Raportul dintre datorii și fondul de rulment are un impact pozitiv asupra marjei brute. Analistii au subliniat faptul că o pondere semnificativă a activelor tangibile sprijină acumularea unui levier financiar important (Carpenter, 2000), fiind percepute pozitiv de către creditorii.

Strategiile de management al riscului implică o adevărată provocare din perspectiva problemelor de agent, a conflictelor de interese și a asimetriilor informaționale.

Variabila dummy reprezentată de dreptul de proprietate al CEO este asociată cu politici de remunerare extrem de consistente. Levierul devine un dispozitiv al guvernancei corporative care scade gradul de asimetrie informațională. Coeficienții pozitivi corespunzători variabilelor dummy dezvăluie rezultate diferite în raport cu cercetările anterioare. Deoarece dreptul de proprietate al CEO este conceput ca un stimulent pentru a corela performanța managementului cu rezultatele financiare ale companiei, levierul nu mai este conceput sub forma unui mecanism de guvernare corporativă, iar semnul așteptat al coeficientului este negativ.

Rezultatele empirice sunt diferite, dezvăluind o contribuție pozitivă a variabilelor dummy în raport cu levierul financiar; chiar dacă managerii au beneficii proporționale cu performanțele, care sunt susceptibile să-i motiveze pentru a asigura strategii adecvate de management și să fie într-o anumită măsură reticenti în a îndatora întreprinderea (din punctul de vedere al constrângerilor financiare), acest lucru nu atrage un levier financiar scăzut. Acest aspect poate fi interpretat ca o dovadă a faptului că întreprinderile analizate sunt receptive la finanțare externă.

Bibliografie

- Adam, T., C.S. Fernando, "Hedging, Speculation and Shareholder Value", *Journal of Financial Economics*, 81, 2, 2006, pp. 283-309
- Aksu, M.H., Kosedag, A., „Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.14, No. 4, 2006, pp. 277-296
- Allayannis, G., Mozumdar, A. (2004). "The Impact of Negative Cash Flow and Influential Observations on Investment-Cash Flow Sensitivity Estimates", *Journal of Banking and Finance*, 28, 5, pp. 901-930
- Allayannis, G., Ofek, E., "Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency Derivatives", *Journal of International Money and Finance*, 20, 2001, pp. 273- 296
- Allayannis, G., Weston, J.P., "The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value", *Review of Financial Studies*, 14, 1, 2001, pp. 243-276
- Allayannis, G., Brown, G.W., Klapper, L.F., "Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia", *Journal of Finance*, 58, 6, 2003, pp. 2667-2710
- Allayannis, G., Lel, U., Miller, D., "Corporate Governance and the Hedging Premium Around the World", *Darden School Working Paper*, 2004
- Bartram, S.M., "Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation", *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 9,5, 2000, pp. 279-324
- Bartram, S.M., "The Use of Options in Corporate Risk Management", *Managerial Finance*, 32, 2, 2006, pp. 160-181
- Bartram, S.M., G.M., Bodnar, "The Foreign Exchange Exposure Puzzle", *Managerial Finance*, 33 (9), 2007, pp. 642-666
- Bartram, S.M., G.W., Brown, Conrad, J. (2006). *The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value*, Lancaster University and University of North Carolina at Chapel Hill
- Bartram, S.M., Brown, G.W., Fehle, F., "International Evidence on Financial Derivatives Usage", *Financial Management*, Vol. 38 (1), Spring 2009, pp. 185-206
- Bartram, S.M., Brown, G.W., Hund, J.E., "Estimating Systemic Risk in the International Financial System", *Journal of Financial Economics*, 86(3), December 2007, pp. 835-869
- Bebchuk, L.A., Stole, L., "Do Short-Term Managerial Objectives Lead to Under- or Over-Investment in Long-Term Projects?", *Journal of Finance*, 48, 1993

- Bebchuk, L., Cohen, Alma, Ferrell, A., "What Matters in Corporate Governance?", *Harvard Business School, Discussion Paper*, No. 491, 2004
- Berger, P.G., Ofek, E., "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, 37, 1, 1995, pp. 39-65
- Berkman, H., Bradbury, M.E., "Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives", *Financial Management*, 25, 2, 1996, pp. 5-13
- Bessembinder, H., "Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 4, 1991, pp. 519-532
- Black, F., Scholes, M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, 3, 1973, pp. 637-654
- Block, S.B., Gallagher, T.J., "The Use of Interest Rate Futures and Options by Corporate Financial Managers", *Financial Management*, 15, 3, 1986, pp. 73-78
- Bodnar, G.M., de Jong, A., Macrae, V., "The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: A Comparative Study of U.S. and Dutch Firms", *European Financial Management*, 9, 2003, pp. 271-297
- Bodnar, G.M., Gebhardt, G., "Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non-financial Firms: A Comparative Survey", *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10, 3, 1999, pp. 153-188
- Bodnar, G.M., Dumas, B., Marston, R.C., "Pass-through and exposure", *Journal of Finance*, 57, 1, 2002, pp. 199-231
- Bodnar, G.M., Tang, C., Weintrop, J., "Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification", *NBER Working Paper*, 1997
- Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R.C., "1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms", *Financial Management*, 27, 4, 1998, pp. 70-91
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Crutchley, C., Simkins, B., "Board composition and Corporate Use of Interest Rate Derivatives", *Journal of Financial Research*, 27, 2, 2004
- Breeden, D., Viswanathan, S., "Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model", *Duke University Working Paper*, 2006
- Brown, G., "Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives", *Journal of Financial Economics*, 60, 2/3, 2001, pp. 401-449
- Brown, G.W., Toft, K.B., "How Firms Should Hedge", *Review of Financial Studies*, 15, 2002, pp. 1283-1324
- Brown, G., Crabb, P., Haushalter, D., "Are Firms Successful at Selective Hedging?", *Journal of Business*, 79, 6, 2006, pp. 2925-2949
- Brown, L., Marcos, D., Caylor, L., "Corporate Governance and Firm Performance", *Working Paper*, 2004, Georgia State University
- Carter, D.A., Rogers, D., Simkins, B.J., "Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from the US Airline Industry", *Financial Management*, 35, 1, 2006, pp. 53-87
- Chang, C. (2000). *Does Corporate Hedging Aggravate or Alleviate Agency Problems?*, Cincinnati, Chapter 3
- Cremers, M.K.J., Nair, V.B., "Governance Mechanisms and Equity Prices", *Journal of Finance*, 60, 2005, pp. 2859-2894
- DaDalt, P., Gay, G., Nam, J., "Asymmetric Information and Corporate Derivatives Use", *Journal of Futures Markets*, 22, 3, 2002, pp. 241-267
- Dionne, G., Garand, M., "Risk Management Determinants Affecting Firm's Values in the Gold Mining Industry: New empirical results", *Economics Letters*, 79, 2003, pp. 43-52
- Dionne, G., Triki, T., "On Risk Management Determinants: What Really Matters?", *HEC Montréal Working Paper*, 2004

- Dionne, G., Triki, T., "Risk Management and Corporate Governance: The importance of Independence and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee", *HEC Montréal Working Paper*, 2005
- Dolde, W., Mishra, D., "Firm Complexity and FX Derivatives Use", Quarterly Examination", *Journal of Business*, 76, 2007, pp. 521-46
- Fama, E.F., French, K.R., "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks", *Journal of Financial Economics*, 33 (1), 1993, pp. 3-53
- Fama, E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 2, 1980, pp. 288-307
- Faulkender, M., "Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt", *Journal of Finance*, 60, 2005, pp. 931-962
- Florou, Annita, Galarniotis, A., "Benchmarking Greek Corporate Governance against Defferent Standards", *Corporate Governance: An International Review*, 15 (5), 2007, pp. 979-998
- Géczy, C., Minton, B.A., Schrand, C., "Taking a View: Corporate Speculation, Governance and Compensation", *Journal of Finance*, 62, 5, 2007, pp. 2405-2443
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A., "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 2003, pp. 107-155
- Graham, J.R., Rogers, D.A., "Is Corporate Hedging Consistent with Value Maximization? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 57, 2, 2002, pp. 815-840
- Guay, W.R., Kothari, S.P., "How Much Do Firms Hedge with Derivatives?", *Journal of Financial Economics*, 70, 2003, pp. 423-461
- Haushalter, G.D., "Why Hedge? Some Evidence on Oil and Gas Producers", *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 4, 2001, pp. 87-92
- Hentschel, L., Kothari, S.P., "Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 2001, pp. 93-118
- Hermalin, B., Weisbach, M., "Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *Economic Policy Review*, 9, April 2003, pp. 7-26
- Jin, Y., Jorion P., "Firm Value and Hedging: Evidence from US Oil and Gas Producers", *Journal of Finance*, 61, 2, 2006, pp. 893-919
- Johnson, S.A., Moorman, T., Sorescu, S. (2005). *Governance, Stock Return, and Market Efficiency*, Mays Business School at Texas A&M University
- Karathanassis, G.A., Drakos, A.A., "A Note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece", *Managerial and Decision Economics*, 25, 2004, pp. 537-547
- Knopf, J., Nam, J. Thornton, J. Jr., "The Volatility of Price Sensitivities of Managerial Stock Option Portfolios and Corporate Hedging", *Journal of Finance*, 57, 2, 2002
- Lel, U., "Currency Hedging and Corporate Governance: A Cross-country Analysis", *University of Indiana Working Paper*, 2006
- Lin, C.-M., Smith, S., "Hedging, Financing and Investment Decisions: A Simultaneous Equations Framework", *The Financial Review*, 42, 2, 2007, pp. 191-204
- Lookman, A., "Does Hedging Really Affect Firm Value?", *Carnegie Mellon University Working Paper*, 2003
- Mackay, P., Moeller, S.B., "The Value of Corporate Risk Management", *Journal of Finance*, 62, 3, 2007, pp. 1379-1419
- Mardsen, A., Prevost, A., "Derivatives Usage, Corporate Governance, and Legislative Change: An Empirical Analysis of New Zealand listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 32,1, 2005, pp. 255-295
- Morellec, E., Smith, C.W., Jr., "Agency Conflicts and Risk Management", *Review of Finance*, 11, 2007, pp. 1-23.

- Nguyen, H., Faff, R., "Are Financial Derivatives Really Value-Enhancing? Australian Evidence", *University of South Australia Working Paper*, 2003
- Otten, R., Bams, D., "European Mutual Fund Performance", *European Financial Management*, 8 (1), 2002, pp. 75-101
- Rogers, D., "Does Executive Portfolio Structure Affect Risk Management? CEO Risk Taking Incentives and Corporate Derivatives Usage", *Journal of Banking and Finance*, 26, 2, 2002, pp. 271-295
- Stulz, R.M., "Diminishing the Threats to Shareholder Wealth", *Financial Times, Series Mastering Risk*, April 25, 2000, pp. 8-10
- Vassalou, M., Xing, Y., "Default Risk in Equity Returns", *Journal of Finance*, 59, 2, 2004, pp. 831-868

Anexa 1

Lista variabilelor utilizate în studiul de caz

Indicator	Descriere	Sursa
Dinamica activelor	Dinamica activelor calculată ca diferență între nivelul activelor în momentul t și nivelul activelor în momentul t-1	Date extrase din bilanțul contabil
Raportul dintre valoarea contabilă și valoarea de piață	Indicator calculat ca raport între valoarea contabilă și valoarea de piață Valoarea contabilă = Active Totale – Datorii Totale Valoarea de piață = Preț pe acțiune × nr. acțiuni	Date extrase din bilanțul contabil și din rapoartele burselor de valori
Raportul dintre profitul și prețul pe acțiune	Indicator calculat ca raport între profitul și prețul pe acțiune	Date extrase din rapoartele burselor de valori
Activități de exploatare	Venituri din exploatare	Date extrase din contul de profit și pierdere
Tangibilitate	Ponderea activelor tangibile în cadrul activelor totale	Date extrase din bilanțul contabil
R&D	Cheltuieli de cercetare & dezvoltare	Date extrase din bilanțul contabil
Investitori instituționali	Variabilă dummy care ia valoarea 1 în cazul în care există investitori instituționali printre acționarii companiei și valoarea 0 dacă printre acționarii societății nu sunt investitori instituționali	Date extrase din rapoartele burselor de valori
Dreptul de proprietate al CEO-ului companiei	Variabilă dummy care ia valoarea 1 în cazul în care CEO-ul companiei deține acțiuni și valoarea 0 în cazul în care CEO-ul companiei nu posedă acțiuni.	Date extrase din rapoartele burselor de valori

Anexa 2

Outputul statistic corespunzător ecuației în care levierul financiar este variabilă dependentă

	Coefficient	R-squared/Adjusted R-squared
Dinamica activelor	0,564 (4,897) 0,001	
Raportul dintre valoarea contabilă și valoarea de piață	-0,342* (1,585) 0,093	
Raportul dintre profitul și prețul pe acțiune	-0,123(0,099) 0,076	
Venituri din exploatare	0,214* (1,379) 0,042	
Active tangibile	0,321 (0,055) 0,005	
Cheltuieli de cercetare & dezvoltare	0,562* (2,880) 0,005	
Investitori instituționali	0,217* (7,154) 0,134	
Dreptul de proprietate al CEO-ului companiei	0,156(1,055) 0,896	0,563/0,452

Sursa: calcule proprii.

*= Semnificativ la 0% **= Semnificativ la 5% ***= Semnificativ la 10%

-T statistic în paranteză și erorile standard dedesubt

Anexa 3

Lista variabilelor utilizate în cea de-a doua regresie

Indicator	Descriere	Sursă
Rata de acoperire a dobânzii	Indicator calculate ca raport între EBIT și cheltuielile cu dobânzile	Date extrase din contul de profit și pierdere
Marja brută	Indicator calculate ca raport între profitul brut și cifra e afaceri	Date extrase din contul de profit și pierdere
Datorii/Capitaluri proprii	Indicator calculate ca raport între datorii și capitaluri proprii	Date extrase din bilanțul contabil
Rentabilitatea activelor	Indicator calculate ca raport între profitul net și activele totale	Date extrase din contul de profit și pierdere
Lichiditatea curentă	Indicator calculate ca raport între activele curente și pasivele curente	Date extrase din bilanțul contabil
Dimensiunea	Ln(active totale)	Date extrase din bilanțul contabil
Blockholders	Variabila dummy care ia valoarea 1 în cazul în care compania este deținută de către investitorii străini care dețin între 5% și 10% și 0 dacă societatea nu este deținută de astfel de investitori	Date extrase din rapoartele burselor de valori
Scor Z	Variabila calculata în conformitate cu funcția Altman	Date extrase din rapoartele burselor de valori
Activități de achiziție	Variabilă dummy care ia valoarea 1 în cazul în care compania se lansează în achiziții și 0 în cazul în care compania nu se lansează în astfel de activități.	Date extrase din rapoartele burselor de valori

Anexa 4

**Outputul statistic corespunzător celei de-a doua ecuații în care
profitabilitatea este variabilă dependentă**

	Coefficient	R-squared/Adjusted R-squared
Rata de acoperire a dobânzii	0,452** (2,893) 0,001	
Marja brută	0,216* (8,553) 0,014	
Datorii/Capitaluri proprii	0,387*** (2,695) 4,384	
Rentabilitatea activelor	0,416** (2,084) (0,986)	
Lichiditatea curentă	0,561(1,297) 0,0001	
Dimensiunea	0,731(1,509) 0,018	
Blockholders	0,892(5,074) 1,524	
Scor Z	0,618** (5,512) 0,324	
Activități de achiziție	0,156** (-3,139) 0,006	
Rata de acoperire a dobânzii	0,134	0,673/0,562

Sursa: calcule proprii.

*= Semnificativ la 0% **= Semnificativ la 5% ***= Semnificativ la 10%

-T statistic în paranteză și erorile standard dedesubt

Anexa 5

Outputul statistic corespunzător levierului financiar în cazul societăților care adoptă un levier agresiv, în comparație cu societățile care adoptă un levier scăzut

	DTNWREL	LEVMULTREL	DTNWAGRE	LEVMULTAGRE
Media	4,820922	5,586039	22,6	8,919091
Mediana	3,21	4,16	17,48	9,32
Maximum	45,58	43,21	122,69	17,18
Minimum	-7,24	-6,24	0,49	1,38
Std, Dev,	8,41073	7,56561	26,20977	4,193002
Skewness	3,977484	3,844596	2,777634	0,084551
Kurtosis	19,33426	18,88299	10,93391	3,070775
Jarque-Bera	701,4401	661,7099	85,99053	0,030804
Probability	0	0	0	0,984716
Sum	245,867	284,888	497,2	196,22
Sum Sq, Dev,	3537,019	2861,923	14426	369,2066

DTNWREL = Raportul dintre datorii și fondul de rulment în cazul societăților care adoptă un levier scăzut

LEVMULTREL = Levierul financiar corespunzător societăților care adoptă un levier scăzut

DTNWAGRE= Raportul dintre datorii și fondul de rulment în cazul societăților care adoptă un levier agresiv

LEVMULTAGRE = Levierul financiar corespunzător societăților care adoptă un levier agresiv