

**ANALIZA PERFORMANTELOR FIRMELOR ROMÂNEȘTI COTATE ÎN CONTEXTUL
INTEGRĂRII
ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ. PROBLEMATICA MODELELOR
DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ FOLOSITE ÎN ȚĂRILE
DIN UNIUNEA EUROPEANĂ ȘI DIAGNOSTICAREA MODELULUI GENERAL DE CONDUCERE
ȘI ADMINISTRARE SPECIFIC FIRMELOR ROMÂNEȘTI COTATE. ANALIZA COMPARATIVĂ
A SISTEMULUI DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ
A COMPANIILOR ROMÂNEȘTI ȘI A MODELELOR UTILIZATE ÎN ȚĂRILE DIN UNIUNEA
EUROPEANĂ**

*Prof. univ. dr. Vasile Robu, Prof. univ. dr. Mihaela Vătui, Conf. univ. dr. Ion Anghel,
Lect. univ. dr. Camelia Vasilescu, Conf. univ. dr. Claudia Șerban,
Prep. univ. drd. Cristina Lidia Manea, Prep. univ. drd. Alina Mihaela Curpan,
Prep. univ. drd. Mirela Nichita*

1. Calitatea sistemului de guvernare corporativă – criteriu relevant de apreciere a performanței globale a întreprinderii

Performanța întreprinderii nu se rezumă în mod simplist doar la rezultatele financiar-contabile superioare, respectiv profitabilitate maximă, echilibru financiar stabil, capacitate de a genera cash necesar funcționării și extinderii în perspectivă, ci vizează toate aspectele non-financiare și financiare ale activității sale. Investitorii nu sunt interesați numai de trecutul istoric al companiei, reflectat în mod relevant de indicatorii financiari ci mai ales de perspectivele viitoare de dezvoltare generate de resursele materiale, financiare, umane, informaționale și organizaționale ale acesteia.

Conceptul de performanță globală a companiei are la bază teoria deținătorilor de interese. Managerii nu pot maximiza valoarea firmei dacă ignoră interesele partenerilor săi sociali: acționari, salariați, creditori, furnizori, clienți etc. Performanța firmelor cotate este influențată semnificativ de forma de guvernare corporativă, respectiv de capacitatea factorilor decizionali de a identifica și armoniza interesele celor mai semnificativi parteneri sociali ai acestora. Armonizarea acestor interese se asigură prin intermediul sistemului de guvernare corporativă (în engl. corporate governance).

Alocarea necorespunzătoare a resurselor ca urmare a excesului de beneficii acordate managementului este subordonată **teoriei de agent (agent theory sau principal-agent theory)**. Această teorie se bazează pe ipoteza că managerul (agentul) trebuie să acționeze în favoarea acționarului (principalului). În condițiile separării clare dintre proprietate și control, apare inevitabil întrebarea de ce managerii ar dori să acționeze în interesul acționarilor. Problemele principal-agent apar deoarece managerii și acționarii pot avea interese divergente, și în anumite condiții, costurile de monitorizare a managementului depășesc câștigurile aduse acționarilor.

Diferitele practici și structuri de guvernare corporativă reflectă preocuparea pentru reducerea costurilor de agent și minimizarea conflictului dintre acționari și manageri (principal și agent). Deci eficacitatea diverselor sisteme de guvernare corporativă se apreciază în funcție de capacitatea acestora de a soluționa diversele conflicte inevitabile care apar între partenerii sociali ai firmei, în special între acționari și manageri (prin reducerea costurilor de agent).

Abilitatea managerilor și a altor factori de decizie, precum acționarii, Consiliul de administrație, auditorii, de a armoniza și ierarhiza aceste interese, influențează direct riscul și câștigurile generate de investiția în acțiunile firmei respective. Deci calitatea și eficiența operațională a formei de guvernare corporativă determină controlul variabilelor care au un impact puternic asupra rezultatelor economico-financiare ale întreprinderilor. Astfel, conform studiului¹ realizat de Ernst & Young Center for Business and Innovation (1997) privind utilizarea indicatorilor non-financieri, cultura corporativă, calitatea managementului, calitatea sistemului de comunicare cu investitorii și eficacitatea politicilor de remunerare a conducerii executive reprezintă criteriile de performanță non-financiare utilizate de investitori la evaluarea firmelor cotate.

De asemenea, studiul² realizat de firma de consultanță McKinsey asupra opiniei investitorilor instituționali din țările emergente (Asia, Europa de Sud-Est și America Latină) privind guvernarea corporativă, demonstrează că acești investitori acordă cel puțin aceeași importanță informațiilor privind guvernarea corporativă ca și informațiilor financiare în adoptarea deciziilor investiționale, iar în plus ei sunt dispuși să plătească un premiu pentru companiile care aplică standardele de guvernare corporativă. (în Europa de Sud-Est și Africa acest premiu înregistrează valoarea maximă de 30% din capitalizarea bursieră în anul 2002).

¹ *** Measures That Matter, Ernst & Young Center for Business and Innovation, 1997

² *** Giving new life to the corporate governance reform agenda for emerging markets (McKinsey Emerging Markets Investors Opinion Survey 2001 – summary and preliminary

2. Convergențe și divergențe între codurile de guvernare corporativă – Principiile OECD de guvernare corporativă

Regulile și normele de guvernare corporativă constituie elemente componente importante ale mediului de afaceri din economiile de piață dezvoltate. Deși conceptul de guvernare corporativă poate fi definit în multe moduri, acesta reflectă mecanismul prin care o întreprindere este condusă și controlată. **Codul de guvernare corporativă** constituie un set de principii, standarde și bune practici de guvernare emise de către o anumită instituție, a cărei aplicare nu are un caracter obligatoriu, ci unul opțional.

În Uniunea Europeană (UE) a fost adoptat un număr de 35 de coduri, fiecare țară având cel puțin un cod de guvernare corporativă. Majoritatea acestor coduri (25) au fost emise după 1997, respectiv după scandalurile financiare și cazurile de faliment ale unor companii britanice cotate pe piața de capital. Activitatea de elaborare a codurilor de guvernare corporativă s-a intensificat în special după anii 1997-1998, perioadă dominată de criza economică asiatică. Retragerea capitalurilor investitorilor din Asia, Rusia și unele țări din America de Sud a determinat concentrarea atenției comunității de afaceri asupra încrederii investitorilor și a principiilor de bază ale guvernării corporative privind transparența, răspunderea și tratamentul echitabil al acționarilor, ceea ce s-a concretizat la nivel internațional în elaborarea Principiilor OECD de Guvernare Corporativă.

Codurile de guvernare corporativă au fost emise de entități diferite, de exemplu grupuri guvernamentale, comitete sau comisii organizate de guvernele naționale sau bursele de valori, asociații de afaceri, industriale sau academice, asociații ale directorilor, grupuri ale investitorilor etc (vezi tabelul1). Majoritatea, aproximativ o treime din totalul codurilor aplicabile în țările membre ale UE, însă au fost elaborate de grupurile sau asociațiile de investitori. Varietatea emitenților generează implicit un statut oficial diferit al acestor coduri de guvernare corporativă în țările emittente, iar codurile prezintă punctul lor de vedere referitor la ceea ce trebuie să fie o bună practică de guvernare corporativă.

Deși diferă din punct de vedere al scopului elaborării lor și a gradului de detaliere, toate aceste coduri valabile în țările membre ale Uniunii Europene abordează patru probleme importante: **tratamentul echitabil al tuturor acționarilor**, ale căror interese trebuie să fie prioritare; **răspunderea clară a Consiliului de administrație și al managementului**; **transparența companiei** sau acuratețea raportării financiare și non-financiare în timp util; **responsabilitatea pentru interesele acționarilor minoritari și a altor parteneri sociali** precum și respectarea legislației în vigoare.

Aplicarea principiului “respectă sau explică” (comply or explain basis) exercită o presiune asupra companiilor în sensul respectării în mare măsură a principiilor acestor coduri și al evitării raportării nerespectării acestora. Astfel, deși neobligativitatea aplicării acestor coduri este explicită, acestea exercită o presiune semnificativă asupra practicilor de guvernare corporativă a companiilor din UE. Pe de altă parte, flexibilitatea codurilor de guvernare corporativă constituie un avantaj esențial deoarece conferă libertate de decizie și acțiune companiilor în scopul atingerii obiectivelor lor strategice.

Principalele convergențe și divergențe ale acestor coduri ce vizează diferite aspecte ale guvernării corporative, precum **reprezentarea salariaților, drepturile partenerilor sociali ai companiei (în engl. stakeholders), drepturile acționarilor și mecanismul de participare la AGA, structura și responsabilitățile Consiliului de administrație, independența Consiliului de administrație, comitetele Consiliului de administrație, raportarea financiară și non-financiară**.

Codurile de guvernare corporativă conferă flexibilitate și nu sunt obligatorii, chiar și în cazul aplicării principiului „respectă sau explică”, companiile sunt libere să nu urmeze recomandările codurilor, cu condiția raportării și explicării nerespectării acestora. Neobligativitatea respectării acestora ridică un semn de întrebare privind eficiența acestora în practică, existând un risc real al neaplicării lor. Principalele avantaje oferite de codurile de guvernare corporativă sunt:

- stimulează dezbaterile privind problemele de guvernare corporativă;
- încurajează companiile să adopte standarde recunoscute de guvernare;
- oferă explicații investitorilor privind cerințele de guvernare și practicile de guvernare corporativă;
- pot asigura baza conceptuală și informațională necesară îmbunătățirii reglementărilor pieței de capital și a legii companiei.

În concluzie, cele mai importante diferențe privind practicile de guvernare aplicate în țările membre ale UE decurg din reglementările legislative și regulamentele pieței de capital, și nu din recomandările codurilor de guvernare corporativă care prezintă un grad ridicat de similaritate. Aceste diferențe nu generează bariere insurmontabile pentru funcționarea pieței de capital comune a UE, deci nu impun elaborarea unui cod unic de guvernare corporativă aplicabil tuturor țărilor membre ale UE. Totuși existența divergențelor dintre aceste coduri, impune adoptarea unor măsuri specifice

de eliminare a barierelor legale de reglementare a piețelor de capital (informaționale) care să permită evaluarea corectă și facilă a guvernantei corporative a companiilor de către investitori.

Pornindu-se de la diferite coduri și modele practice de guvernare, s-au identificat anumite elemente comune care definesc o guvernanta corporativă eficientă. Astfel s-au formulat **Principiile OECD de guvernanta corporativă**³. Documentul conține două părți: prima parte vizează cinci domenii importante, respectiv drepturile acționarilor, tratamentul egal al acționarilor, rolul deținătorilor de interese, raportarea și transparența informațiilor și responsabilitățile Consiliului de Administrație. În prima parte, pentru fiecare domeniu abordat apare un singur principiu însoțit de câteva recomandări. Partea a doua a documentului conține note explicative și comentarii ale fiecărui principiu și recomandări.

3. Modele de guvernanta corporativă utilizate de companiile din Uniunea Europeană

În statele membre ale Uniunii Europene se remarcă două modele generale de guvernare corporativă care prezintă caracteristici distincte: **modelul de guvernanta corporativă anglo-saxon** (specific firmelor din U.K., dar și celor din S.U.A., Hong Kong și Australia) și **modelul de guvernanta corporativă german** (specific companiilor din Germania și Europa continentală, precum și celor din Japonia).

Modelul de guvernanta corporativă anglo-saxon (similar celui american) reprezintă un sistem bazat pe influența externă (outsider-based system) exercitată de piețele de capital active prin intermediul achizițiilor și fuziunilor asupra companiilor cotate. Astfel, prin intermediul piețelor de capital active se realizează controlul companiilor și tranzacționarea titlurilor de valoare, în condițiile unui acționariat dispersat. Toate țările anglo-saxone se caracterizează în general prin piețe de capital puternic dezvoltate, iar protecția investitorilor, în condițiile inexistenței unor acționari importanți, reprezintă o preocupare permanentă a instituțiilor de reglementare a piețelor prin intermediul practicilor și politicilor de guvernare corporativă.

Rezultă că în țările anglo-saxone (U.K., S.U.A, Australia și Canada) companiile au în general modele de guvernanta corporativă similare, respectiv un singur Consiliu de administrație independent, care monitorizează și controlează activitatea managementului în scopul îmbunătățirii acestuia, dar ultima modalitate de control, ameliorare și redresare a performanțelor companiilor se realizează prin intermediul achizițiilor ostile efectuate pe piețele de capital dezvoltate ale țărilor respective.

Modelul de guvernanta corporativă german (similar celui japonez) este un sistem bazat pe controlul intern, nefiind centrat pe influența puternică exercitată de piețele de capital active, ci pe existența unor acționari puternici, precum băncile. Trăsăturile acestui model decurg din particularitățile mediului social și comercial în care a apărut. Astfel, în Germania, ca și în Japonia, acționarii care dețin blocuri mari de acțiuni de obicei se implică activ în managementul companiilor respective. Rolul lor este de a sancționa managementul de slabă calitate, de a stimula eficiența economică și de a realiza armonizarea intereselor partenerilor sociali ai firmei, inclusiv ale personalul acesteia. Capitalul uman este considerat a avea cea mai mare importanță în cadrul modelului german.

În contrast cu modelul anglo-saxon care se bazează prioritar pe piața de capital, modelul german este centrat pe sistemul bancar. Deși în Germania și Japonia băncile nu au dețineri mari de acțiuni în cadrul firmelor pe care le finanțează, totuși acestea exercită o puternică influență și control asupra sistemului lor de guvernare. Principalul avantaj al acestui model este monitorizarea și finanțarea flexibilă a firmelor, precum și comunicarea eficientă dintre bănci și acestea. Implicarea puternică a băncilor în conducerea firmelor conferă acestui sistem o stabilitate deosebită și o orientare prioritară spre dezvoltarea economică. Există totuși și dezavantaje ale acestui sistem de guvernare corporativă.

Studiul comparativ al avantajelor și dezavantajelor celor două modele de guvernanta corporativă din țările dezvoltate, modelul anglo-american și modelul germano-japonez, sugerează că sistemul de guvernare a unei companii poate fi îmbunătățit ca urmare a acțiunii următorilor factori:

- **achizițiile de firme**, în țările dezvoltate, precum Marea Britanie, S.U.A., Franța, Germania, Japonia există o piață reglementată a achizițiilor;
- **competitivitatea produselor și a serviciilor**, de asemenea influențează guvernanta corporativă a companiei, dar acțiunea acestui factor este lentă, acționarii pot pierde sume imense ca urmare a degradării calității produselor, a pierderii clientelei și a unor segmente de piață datorită eficienței scăzute a managementului firmei;
- **pieța de capital**, care oferă de fapt recunoașterea oficială a performanțelor unei firme și implicit ale managementului prin nivelul prețului acțiunilor firmei;
- **creditorii**, care încheie contracte cu compania pentru a-și proteja drepturile și în cazul încălcării acestora pot cere declanșarea procedurii de faliment pentru recuperarea creanțelor lor;

³ ***, OECD Principles of Corporate Governance – OECD Council, 27-28 April 1998

- **investitorii instituționali** reprezintă o potențială forță de influență a guvernantei unei companii, în special în Marea Britanie și S.U.A. În același timp însă, aceștia constituie și un pericol din punct de vedere al controlului puternic pe care îl pot exercita asupra firmelor în virtutea unui procent mare al deținerilor în capitalul social al acestora. Astfel în S.U.A. există restricții privind concentrarea deținerilor de acțiuni în mâna investitorilor instituționali și a băncilor, și de asemenea există restricții privind exercitarea controlului asupra companiilor publice, în timp ce în Japonia și Germania investitorii instituționali au un rol hotărâtor în respectarea drepturilor acționarilor;
- **piața forței de muncă pentru manageri**, care îi sancționează pe managerii care primesc beneficii excesive fără a avea performanțe pe măsură, prin înlocuirea lor de către Consiliul de Administrație, ceea ce atrage după sine imposibilitatea găsirii unui loc de muncă similar.

4. Sisteme de guvernare corporativă utilizate de firmele din Europa Centrală și de Est

Spre deosebire de modelul german bazat pe influența internă (insider - based model), întreprinderile din țările Europei Centrale și de Est au un model comun de guvernare bazat pe controlul intern, ca rezultat al procesului de privatizare și restructurare desfășurat în perioada ultimilor 13 ani. Economistul Aoki (1994) definea modelul bazat pe controlul intern ca o formă de organizare a firmelor rezultată prin acapararea drepturilor de control de către manageri sau salariați ale fostelor întreprinderi deținute de stat în cadrul procesului de privatizare, deținerea unor blocuri substanțiale de acțiuni de către persoane din interior (insider - i) în caz de privatizare, sau exercitarea intereselor acestora în procesul de adoptare a deciziilor la nivelul întreprinderilor strategice, atunci când întreprinderile rămân încă în proprietatea statului.

Controlul intern este considerat o problemă esențială deoarece managerii care dețin un control excesiv al întreprinderilor pot acționa în defavoarea acționarilor, salariaților și a celorlalți parteneri sociali, punând astfel în pericol sănătatea financiară și performanța firmelor. Deși nu agreează preluarea modelelor de guvernare corporativă a țărilor dezvoltate, Aoki analizează cauzele apariției acestui model al țărilor europene în tranziție, precum și necesitatea eficientizării acestuia prin dezvoltarea piețelor de capital și a sistemelor bancare ca modalități de influență externă sau internă a sistemelor de guvernare corporativă a firmelor din economiile de tranziție.

Inevitabil, stabilirea unor mecanisme corespunzătoare de guvernare corporativă a întreprinderilor privatizate din aceste țări, a fost dificilă în condițiile inexistenței unei infrastructuri legale, a unor instituții de reglementare corespunzătoare, precum și a lipsei cadrului legislativ privind drepturile de proprietate, cerințele de raportare financiar-contabilă, falimentul firmelor etc. De exemplu, țările care s-au bazat pe fondurile de investiții în procesul de privatizare, au avut probleme privind funcționarea și eficientizarea activității întreprinderilor.

Structurile de guvernare ale întreprinderilor din țările europene în tranziție au fost influențate semnificativ de obiectivele procesului de privatizare, respectiv de viteza, răspunderea politică, reglementarea legală și eficiența privatizării. Luând în considerare prioritatea acestor obiective și condițiile politice și economice specifice, procesul de privatizare a înregistrat forme relativ diferite în țările Europei Centrale și de Est.

Rezultă că sistemele de guvernare corporativă din țările Europei Centrale și de Est sunt ineficiente, ca urmare a concentrării puterii fie în mâna salariaților, fie a managementului, și a lipsei controlului din exterior sau interior exercitat de ceilalți acționari importanți, precum băncile, investitorii instituționali, sau prin intermediul piețelor de capital active. Deși există semne că rezultatele economico-financiare ale firmelor privatizate sunt în medie superioare celor ale fostelor întreprinderi de stat, totuși restructurarea se realizează în ritm lent, iar procesul de investire este foarte scăzut, ceea ce va afecta performanțele pe termen lung ale firmelor respective. Forțele dominante, precum salariații și managerii formează coaliții în scopul satisfacerii predominante a intereselor lor, încetinesc procesul de restructurare a producției și a personalului sau chiar conduc firmele către faliment.

5. Aspecte generale privind sistemul de guvernare corporativă a întreprinderilor românești

În România ca și în celelalte țări din Europa Centrală și de Est, companiile se caracterizează prin același model general de guvernare corporativă bazat pe controlul intern al salariaților și al managementului, dar cu anumite particularități în funcție de condițiile naționale economice, sociale, politice, culturale specifice în care formele de guvernare au apărut și s-au dezvoltat. Guvernarea corporativă a întreprinderilor românești și implicit trendul performanțelor acestora nu pot fi analizate și înțelese decât prin prisma evoluției procesului de reformă, în contextul tranziției de la economia planificată la economia de piață, care a determinat profunde schimbări ale universului microeconomic. Principalele metode de privatizare care au determinat nașterea sectorului privat din România au fost: MEBO, programul de privatizare în masă și vânzarea de pachete de acțiuni investitorilor din afara întreprinderilor.

În realitate, în România există următoarele tipuri de guvernare⁴ a întreprinderii ca rezultat al procesului de privatizare:

⁴ *** Corporate Governance in Romania OECD Report, 2001

- A. **Firmele deținute de stat-regiile autonome sau societățile neprivatizate complet**, în care statul este încă acționar. În cadrul acestora există în mod inevitabil un conflict de interese între manageri, salariați și stat, ceea ce determină obiective contradictorii: maximizarea profitului, menținerea locurilor de muncă, creșterea veniturilor din taxe, satisfacerea intereselor politice sau individuale. Performanța economică nu este obiectivul major al acestor entități economice, interesele directorilor acestor întreprinderi sunt rareori subordonate intereselor acționarilor.
- B. **Firmele private închise (întreprinderi mici, mijlocii sau mari)**, ale căror acțiuni nu sunt tranzacționate pe o piață oficială. Proprietarii sunt de regulă și manageri, deci nu există un conflict de interese între aceștia. În schimb există numeroase conflicte între asociați care denaturează în procese civile. Managerii nu urmăresc cu prioritate maximizarea valorii firmei, ci mai degrabă extinderea afacerii.
- C. **Companiile privatizate sau deschise**, care cunosc o varietate de forme, de la cele cu un acționariat foarte dispersat ale cărui drepturi sunt de obicei neglijate, până la cele în care acționarii majoritari au un control puternic asupra întreprinderii. În cadrul acestor întreprinderi se manifestă un conflict între management și acționarii minoritari sau între acționarul majoritar și acționarii minoritari. Ca și în cazul firmelor private închise, autonomia decizională și operațională a echipei manageriale este ridicată, structurile organizatorice și sistemele informaționale sunt flexibile, dinamice și eficiente, iar pârghiile economico-financiare se utilizează predominant ca instrumente manageriale.

Principala problemă a societății corporatiste din România este însă conflictul de interese între acționarii majoritari și acționarii minoritari care degenerază în divergențe între management, Consiliul de administrație și acționarii minoritari, precum și între acționarii majoritari și partenerii de afaceri ai companiei, specifice mai ales economiilor în tranziție, determinând degradarea performanțelor pe termen lung ale companiilor și chiar falimentul acestora. Există cinci **categorii de investitori majoritari** care controlează firmele listate la BVB și RASDAQ: investitorii strategici, asociațiile de salariați (PAS-urile), investitorii instituționali, statul reprezentat de APAPS (Autoritatea pentru Privatizare și Administrare a Proprietății de Stat) și persoane fizice.

Potrivit studiilor instituțiilor internaționale⁵ privind piața de capital din România, cele mai importante forme de încălcare a drepturilor acționarilor constau în:

- A. **Diluția averii acționarilor minoritari**
- B. **Transferul profiturilor în afara companiei-**
- C. **Tactica “scoicii goale**
- D. **Alocarea abuzivă a profiturilor** **Întârzierea în acordarea dividendelor**
- E. **Accesul limitat al acționarilor minoritari la informații,**

Una dintre explicațiile acestor situații este autoritatea excesivă a acționarilor majoritari și lipsa unui control și a unei monitorizări puternice din partea celorlalți parteneri de afaceri ai întreprinderii. În condițiile unui grad ridicat de concentrare a acționariatului, organele de conducere ale firmei – Consiliul de administrație, Comitetul directorilor și managerii, sunt subordonate proprietarului majoritar și acționează în scopul satisfacerii intereselor acestuia.

Ținând cont de eficiența sistemului său de guvernare și calitatea relațiilor dintre firmă și partenerii săi sociali, care asigură premisa îmbunătățirii performanțelor firmelor în condiții de perenitate, se poate aprecia că guvernarea corporatistă a întreprinderilor românești este deficitară. Astfel, în concordanță cu standardele de guvernare corporativă, în urma unui studiu realizat de SG Emerging Markets Equity Research în februarie 2000, România ocupa locul 7, cu un scor total de 20.6 puncte din 36 maxim posibil, în cadrul unui eșantion format din 10 țări: Grecia, Israel, Ungaria, Turcia, Polonia, Rusia etc.

Printre punctele slabe cele mai importante ale guvernării corporative din România relevate de acest studiu sunt cele legate de accesul inegal la informație al tuturor acționarilor, interzicerea de tranzacții în favoarea acționarilor interni sau majoritari, rolul scăzut al Consiliului de administrație, accesul la alte mijloace de informare a investitorilor etc. Deși nu se diferențiază foarte mult de celelalte țări analizate, problema cea mai acută este însă în domeniul executării silite a drepturilor acționarilor în justiție, în sensul imposibilității reale a solicitării respectării drepturilor acestora în justiție, scorul de -1 indicând un abuz privind acest aspect al guvernării corporative în România.

În concluzie companiile românești cotate pe piața de capital au rezultat în urma procesului de privatizare prin MEBO, privatizarea în masă sau vânzarea de acțiuni, ceea ce a condus la formarea pe de o parte, a unui acționariat extrem de dispersat, lipsit de activism în administrarea firmelor, iar pe de altă parte, a determinat apariția unui grup puternic de acționari majoritari sau semnificativi. Aceste societăți deschise au o formă de guvernare dominată de controlul managementului și al salariaților sau al acționarilor majoritari, în defavoarea intereselor acționarilor minoritari și ale celorlalți parteneri sociali. Problema cea mai importantă este încălcarea drepturilor acționarilor minoritari și diminuarea

⁵ ***, Corporate Governance in Romania OECD Report, 2001

averii acestora de către acționarii majoritari. Consiliul de administrație și cenzorii au doar un rol formal de aprobare a deciziilor managerilor sau ale acționarilor majoritari.

Rezultă că guvernarea ineficientă a întreprinderilor cotate influențează nefavorabil rezultatele economico-financiare și posibilitățile lor de dezvoltare viitoare prin prisma următoarelor pâghii:

- urmărirea prioritară a intereselor pe termen scurt ale salariaților și managerilor, adică creșterea salariilor și a altor indemnizații, stabilitatea și protecția locurilor de muncă etc;
- diminuarea ritmului restructurării și a reorganizării sau amânarea falimentului unor firme aflate în dificultate financiară;
- vânzarea abuzivă a activelor firmelor conduse sau aflate în proprietate;
- nerealizarea de investiții de modernizare, menținere sau dezvoltare a potențialului productiv al întreprinderilor;
- preluarea abuzivă a unor ponderi din ce în ce mai mari de capital de către acționarii majoritari;
- satisfacerea intereselor acționarilor majoritari prin metode distructive de diminuare și transfer a averii acționarilor minoritari;
- imposibilitatea utilizării unor programe de remunerare a managerilor în funcție de valoarea reală creată;
- mobilitatea excesivă a personalului ca urmare a conflictelor interne și a lipsei unor programe de promovare și stimulare după criterii de valoare;
- distribuirea cu întârziere sau nedistribuirea de dividende celorlalți acționari în scopul acordării de stimulente salariaților și managerilor la sfârșitul anului;
- restricționarea tranzacționării de titluri de valoare pe piața de capital, ceea ce determină majorarea volatilității și a riscului investiției în titlurile respective;
- menținerea unei atmosfere tensionate ca urmare a conflictului dintre management și/sau salariați și acționarii minoritari, sau a conflictului dintre acționarii majoritari și acționarii minoritari;
- imposibilitatea implicării active a altor parteneri sociali, de exemplu a băncilor, în procesul de conducere a companiilor;
- accesul redus la credite bancare datorită furnizării defectuoase de informații și a calității acestora și inexistenței suficiente a garanțiilor;
- imposibilitatea efectuării de achiziții sau preluări de către alte firme din domeniu în scopul eficientizării activității firmelor respective;
- scăderea prestigiului pe piață a firmelor cotate etc.

Considerăm că sistemul de guvernare corporativă a întreprinderilor cotate condiționează hotărâtor nivelul performanțelor economico-financiare curente, dar și așteptările investitorilor privind oportunitățile viitoare de dezvoltare ale acestora. Astfel, pe de o parte calitatea modului de administrare și conducere reprezintă o variabilă non-financiară esențială de apreciere a performanței globale a companiilor cotate pe piața de capital. Pe de altă parte, piața de capital prin intermediul funcțiilor de redistribuire a capitalului disponibil și de finanțare a investițiilor cele mai rentabile, poate contribui hotărâtor la îmbunătățirea sistemului de guvernare a companiilor cotate și implicit la ameliorarea performanțelor lor, prin intermediul achizițiilor și fuziunilor sau prin implicarea activă a investitorilor instituționali în cadrul managementului acestora.

BIBLIOGRAFIE

- Clarke, A.**, *Solving your's Company's Corporate Governance Issues*, Financial Times Management, 1999, cap. 2,4,10,14
- Coates, J.**, *Performance Management*, The Chartered Institute of Management Accountants Press, 1997, cap.1-3
- Dietl, H. M.**, *Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States*, Great Britain, Roudledge Publishing Company
- Donaldson, T. I., Preston, L. E.**, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, The Academy of Management Review, Vol.20 No.1, January 1995

- Jensen, M. C.**, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function*, The Monitor and Harvard Business School, February 2001
- Jensen, M. C., Meckling, W.**, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, Journal of Financial Economics No.3, 1976, pag.11-25
- Newell, R. and Wilson, G.**, *A premium for good governance*, The McKinsey Quarterly, 2002 Number 3, pag. 20-23
- Coombes, P.**, *Agenda of a shareholder activist*, The McKinsey Quarterly, 2004 Number 2, pag. 63-71
- Coombes, P., Watson, M.**, *Three surveys on corporate governance*, The McKinsey Quarterly, 2004 Number 2, pag. 30-35
- Felton, R. F.**, *What directors and investors want from governance reform*, The McKinsey Quarterly, 2002 Number 3, pag. 20-23
- Campos, C. E., Newell, R. E., Wilson, G.**, *Corporate governance develops in emerging markets*, McKinsey on Finance, Winter 2002, pag. 15-18
- Kaplan, R. S., Norton, D. P.**, *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, Harvard Business Review, January-February 1992
- Kaplan, R. S., Norton, D. P.**, *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, Harvard Business Review, Ianuarie-februarie 1992
- Kaplan, R. S., Norton, D. P.**, *Double-Loop Management: Making Strategy a Continuous Process*, Balanced Scorecard Collaborative, Harvard Business School Publishing, Vol. 2, Issue 4, July-August 2000, pag. 1-5
- Kaplan, R. S., Norton, D. P.**, *Putting the Balanced Scorecard to Work*, Harvard Business Review, September-October 1993, pag. 134-143
- Lawson, L., Caldwell, K.**, *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment (Book Review)*, HR Magazine, Vol. 45 Issue 11, November 2000, pag. 181-183
- McCunn, P.**, *The Balanced Scorecard...The Eleventh Commandment*, Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, December 1998, Vol.76 Issue 11, pag. 34-37
- Norton, D. P.**, *Should Balanced Scorecards Be Required?*, Balanced Scorecard Collaborative, Harvard Business School Publishing, Vol. 2 Issue 4, July-August 2000, pag.14-16
- Pratt, S. P.**, *Cost of Capital – Estimation and Applications*, John Wiley & Sons, INC, 2002
- Steiner, G. A., Steiner, J. F.**, *Business, Government and Society*, USA, McGraw-Hill, Inc., 1991
- Telegdy, A., Earle, J. S., Kucsera, C.**, *Ownership Concentration and Corporate Performance: New Evidence from the Budapest Stock Exchange*, European Community's Phare ACE Program, 1998
- Telegdy, A., Earle, J. S.**, *Privatization Methods and Ownership Outcomes in Romania*, European Community's Phare ACE Program, 1998
- Telegdy, A., Earle, J. S., Kasnovsky, V. and Kucsera, C.**, *Corporate Control: A Study of Firms on the Bucharest Stock Exchange*, Eastern European Economics, Vol.40, No.3, Mai-iunie 2002
- Vasilescu, C.**, *Guvernanța corporativă în România*, București, Simpozionul științific "Contabilitate și informatică de gestiune", A.S.E., 2002
- Vasilescu C.**, *Analiza conexiunilor dintre activitatea financiară a firmei și piața de capital*, teză de doctorat, A.S.E., București, decembrie 2003
- Vintilă, G.**, *Aspecte teoretice privind guvernanța corporativă, Colocviul financiar-monetar " Finanțele și dinamica economică "*, București, Centrul de Cercetări Financiar-Monetare al Fac. F.A.B.B., 2001
- Wright, M., Filatotchev, I., Buck, T.**, *Corporate Governance in Central and Eastern Europe*, Corporate Governance: Economic and Financial Issues, Oxford University Press, 1997, cap.10-11
- *** *Corporate Governance in Romania*, OECD Report, 2001
- *** *Giving new life to the corporate governance reform agenda for emerging markets (McKinsey Emerging Markets Investors Opinion Survey 2001 – summary and preliminary findings)/ McKinsey&Company – July 2002*
- *** *Legea nr.31/1990 privind societățile comerciale*, Monitorul Oficial nr. 33/1998
- *** *Measures That Matter*, Ernst&Young Center for Business and Innovation, 1997
- *** *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Council, 27-28 April 1998

- *** *Legea nr.525/2002 pentru aprobarea OUG nr.28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate, martie 2002*
- *** *Proiect de regulament privind protecția investitorilor, 2003*
- *** *Regulament nr.2/1996 privind informarea periodică și continuă, realizată de emitenții de valori mobiliare*
- *** *Regulamentul Bursei de Valori Bucuresti nr.3 privind inscrierea valorilor mobiliare la cota BVB, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*
- *** *Regulamentul nr.2/2002 privind transparența și integritatea pieței RASDAQ, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*