

## Principiile guvernantei corporative

*Prof. univ. dr. Wagner Pavel, prof. univ. dr. Negruțiu Magdalena, prof. univ. dr. Băloiu Liviu Mihai, lector univ. drd. Duca Ioana, lector univ. drd. Văduva Florin, asist. univ. drd. Gherghina Rodica, asist. univ. Teodorescu Luiza*

### **Rezumat**

În accepțiunea **Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică - OECD**, guvernanta corporativă reprezintă sistemul prin care companiile sunt conduse și controlate. În anul 1999 au fost aprobate Principiile OECD privind administrarea corporațiilor, care sunt astăzi recunoscute ca unul dintre cei 12 piloni de bază ai stabilității financiare internaționale și care au servit ca punct de referință la realizarea unei colecții de coduri naționale privind guvernanta corporativă. Ele se concentrează în primul rând asupra societăților tranzacționate pe piețele reglementate, dar abordează de asemenea probleme referitoare la societățile cu acționariat mare, dar care nu sunt listate. Aceste principii se referă la: drepturile acționarilor și protejarea acestora, tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, inclusiv al celor minoritari și străini, rolul și drepturile stakeholders, transparența informațiilor și diseminarea lor promptă, responsabilitățile Consiliului de Administrație și ale conducerii executive. Printre cele mai importante beneficii ale implementării unor standarde înalte de administrare a companiilor se numără: utilizarea eficientă a resurselor, scăderea costului capitalului pentru firme, creșterea încrederii investitorilor datorită diminuării sensibile a atitudinii discreționare a managerilor și reducerea nivelului corupției.

Acest studiu își propune să prezinte progresele făcute în ultimii ani în România pe linia aplicării practicilor de guvernanta corporativă și să propună direcții de acțiune pentru îmbunătățirea administrării corporațiilor, ca premisă a consolidării și creșterii vizibilității pieței de capital autohtone.

### **Abstract**

According to the Organization for Economic Cooperation and Development - OECD, corporate governance is the system by means of which companies are managed and controlled. In 1999, the OECD Principles on the Administration of Corporations were approved, these being currently recognized as one of the 12 pillars of international financial stability. The OECD principles served as a reference point for compiling a collection of national corporate governance codes. They focus mainly on the companies listed on regulated markets, although they also cover issues related to the companies that have a big number of shareholders but are not listed. These principles refer to: the rights of shareholders and their protection, the equitable treatment of all shareholders, including the minority and foreign shareholders, the role and rights of stakeholders, the transparency of information and its prompt dissemination, the responsibilities of the Board of Directors and of the executive management. Among the most important benefits of implementing high standards in the administration of companies are the following: making efficient use of the resources, a decrease of the cost of capital for companies, increasing the investors' trust by means of a significant diminishing of the managers' discretionary attitude and the decrease of corruption.

This study aims at highlighting the progress made in Romania during the last years concerning corporate governance and at proposing measures for the improvement of the corporations' administration practices, as a premise for consolidating and increasing the visibility of the domestic capital market.

Pe fondul crizelor financiare recente a devenit presantă reformarea arhitecturii instituționale a piețelor naționale de capital, prin adoptarea unor reglementări bursiere eficace, alături de elaborarea și implementarea unor măsuri de stimulare a dezvoltării sectorului corporatist, pornindu-se de la

premise că o economie puternică, cu o piață financiară solidă, deschisă și transparentă, poate face față provocărilor ce derivă din mediul internațional globalizat. Astfel, un element cheie pentru îmbunătățirea eficienței economice și stabilirea unui climat de investiții atractiv îl reprezintă *o bună guvernare corporativă (corporate governance)*. Printre cele mai importante beneficii ale implementării unor standarde înalte de administrare a companiilor se numără: utilizarea eficientă a resurselor, scăderea costului capitalului pentru firme, creșterea încrederii investitorilor datorită diminuării sensibile a atitudinii discreționare a managerilor și reducerea nivelului corupției. La polul opus, o slabă guvernare corporativă distorsionează alocarea eficientă a capitalului în economie, frânează investițiile străine și reduce încrederea deținătorilor de capitaluri. James D. Wolfensohn, fost președinte al Băncii Mondiale spunea la un moment dat<sup>1</sup>: *guvernarea corporativă este mai importantă pentru creșterea economică la nivel mondial decât politicile statelor.*

Conceptul de *corporate governance* s-a dezvoltat plecând de la teoria de agent (*agent theory*), care se referă la relația între investitor/acționar și manager/administrator și la problemele care apar, extinzându-se însă apoi la toată gama de relații existente între cei implicați direct sau indirect în activitatea unei companii, ducând conceptul din sfera îngustă a microeconomicului în cea largă a macroeconomicului. Fundamentele teoriei de agent pot fi regăsite chiar și în scrierile lui Adam Smith<sup>2</sup>: „*Nu te poți aștepta ca cei care administrează banii altora să fie la fel de atenți și de grijulii ca și cum ar fi ai lor. Risipa și neglijența sunt prezente, întotdeauna, mai mult sau mai puțin, în administrarea afacerilor companiilor.*”

În ceea ce privește definirea conceptului, nu există o definiție unanim acceptată, de aceea vom face o scurtă sinteză a celor mai importante clarificări terminologice:

- în accepțiunea **Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică - OECD**<sup>3</sup>, *guvernarea corporativă reprezintă sistemul prin care companiile sunt conduse și controlate.* În detaliu, ea se referă la modul în care sunt împărțite drepturile și responsabilitățile între categoriile de participanți la activitatea firmei, cum ar fi Consiliul de Administrație, managerii, acționarii și alte grupuri de interes, specificând totodată cum se iau deciziile privind activitatea companiei, cum se definesc obiectivele strategice, care sunt mijloacele de atingere a lor și cum se monitorizează performanțele financiare. Astfel, conceptul este văzut ca având două fațete<sup>4</sup>: cea *comportamentală* (care se referă la modul în care interacționează managerii unei companii, acționarii, angajații, creditorii, clienții și furnizorii, statul și alte grupuri de interes în cadrul strategiei generale a companiei) și cea *normativă* (care se referă la setul de reglementări în care se încadrează aceste relații și comportamente descrise mai sus - legea societăților comerciale, legea valorilor mobiliare și a piețelor de capital, legea falimentului, legea concurenței, cerințe ale cotării la bursă etc).
- **Banca Mondială**<sup>5</sup> definește conducerea corporativă ca fiind *un set de legi, norme, regulamente și coduri de conduită adoptate în mod voluntar, care permit unei firme să atragă resursele umane și materiale necesare activității sale și-i oferă totodată posibilitatea de a desfășura o activitate eficientă, care să genereze plusvaloare pe termen lung pentru acționari, grupuri de interes și pentru societate în ansamblu.*
- O definiție foarte cunoscută este cea dată de **A. Shleifer and R. Vishny**: *conducerea corporativă se referă la modul în care furnizorii de fonduri ai unei companii se asigură că-și vor primi beneficiile cuvenite de pe urma investiției făcute*<sup>6</sup>.
- Definiția dată de **International Federation of Accountants - IFAC**<sup>7</sup> sună astfel: *guvernarea corporativă este un ansamblu de practici ale Consiliului de Administrație și ale*

<sup>1</sup> *A Battle for Corporate Honesty*, The Economist: The World in 1999, pag. 38

<sup>2</sup> A. Smith – *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776, republicată în 1976, University of Chicago Press, pg 264-265

<sup>3</sup> *Principles of corporate governance, OECD 2004 – ediția revizuită*, pg. 15

<sup>4</sup> Stilson Nestor – *International Efforts to Improve corporate governance: Why and How?* OECD, 2001

<sup>5</sup> *The World Bank – The Business Environment and Corporate Governance*, 1998, pg. 7

<sup>6</sup> Shleifer, A. and Vishny, R., *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance nr. 52, 1997, pag. 737-784

*managementului executiv, exercitate cu scopul de a asigura direcțiile strategice de acțiune, atingerea obiectivelor propuse, gestiunea riscurilor și utilizarea responsabilă a resurselor financiare.*

Meritul de a fi elaborat *primul Cod de Conducere Corporativă* (1992) cu 19 recomandări, îi revine lui *Sir Adrian Cadbury*, președintele companiei Cadbury, materialul său (*Report and Code of Best Practice*) stând la baza Codului Burselor Londoneze. Codul Cadbury stabilea pentru prima oară regulile de bază ale administrării unei companii pentru a se obține creșterea eficienței, concomitent cu un comportament nediscriminatoriu față de acționari. În timp, aproape toate companiile transnaționale și-au definit propriile coduri de bune practici, devenind din ce în ce mai transparente față de acționari, în bună parte datorită creșterii activismului acestora, dar și pentru că, fiind listate la bursă, erau interesate să aibă o imagine bună față de furnizorii de fonduri.

Aceste principii s-au rafinat în momentul în care instituții cu vocație internațională, precum OECD și Banca Mondială au intervenit în acest proces. Astfel, în urma crizei financiare din Asia, OECD și Banca Mondială, au inițiat un dialog comun în domeniul administrării corporațiilor și au organizat la nivel regional mese rotunde, în strâns parteneriat cu reprezentanți ai politicii interne, organismelor de reglementare și participanților la piață.

În anul 1999 au fost elaborate **Principiile OECD privind administrarea corporațiilor**, care sunt astăzi singurul set de principii unanim acceptate pe plan mondial, fiind recunoscute ca unul dintre cei 12 piloni de bază ai stabilității financiare internaționale. Principiile OECD au servit ca punct de referință la realizarea unei colecții de coduri naționale privind guvernarea corporativă. Ele se concentrează în primul rând asupra societăților tranzacționate public, dar abordează de asemenea probleme referitoare la societățile cu acționariat mare, dar care nu sunt listate. Pot fi de asemenea folositoare cu privire la unele aspecte ale administrării firmelor private mai mici și întreprinderilor de stat. Aceste principii se referă la:

- **drepturile acționarilor și protejarea acestora** (dreptul la dividende, dreptul de a fi informați cu privire la deciziile referitoare la schimbări importante din viața companiei, dreptul de a participa și de a putea vota în adunările generale, respectarea dreptului de preempțiune);
- **tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, inclusiv al celor minoritari și străini;**
- **rolul și drepturile stakeholders** - este vorba de rolul angajaților, creditorilor, furnizorilor și clienților în administrarea societăților, care trebuie să fie respectat așa cum este el definit în legislația națională;
- **transparența informațiilor și diseminarea lor promptă** (raportarea către acționari a tuturor activităților curente, financiare, administrative, extraordinare, în mod regulat, la timp și în întregime corect, auditul independent etc);
- **responsabilitățile Consiliului de Administrație și ale conducerii executive** (numărul de membri ai Consiliului de Administrație, numărul de membri independenți, modul de numire, revocare, remunerare etc).

Principiile au fost enunțate extrem de general, lăsându-se la latitudinea țărilor posibilitatea de a le aplica și de a acorda o importanță mai mică sau mai mare unora dintre aspecte. Chiar este precizat că nu se dorește impunerea unui model universal de guvernare corporativă, însă tendința pe termen lung este de avansare către standarde globale<sup>8</sup>.

Astfel, în funcție de nivelul de dezvoltare economică, progresele legislative, sistemul de proprietate, particularitățile culturale și politice și nu în ultimul rând de mentalitate, există mai multe modalități de punere în practică a Principiilor guvernării corporative, după cum urmează:

- *coduri voluntare* de etică și administrare adoptate chiar de către emitenții de valori mobiliare ale căror titluri se tranzacționează la bursă;

---

<sup>7</sup> disponibilă la [www.ifac.org](http://www.ifac.org)

<sup>8</sup> Holly J. Gregory - *The globalization of corporate governance*, OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 2000, pag. 18

- *coduri opționale* de guvernanză corporativă/bune practici elaborate de organismele de reglementare a pieței de capital sau de bursele de valori (au titlul de recomandări pentru societăți);
- *coduri obligatorii* instituite de bursele de valori, referitoare la condițiile de listare la una din categoriile bursei;
- includerea unor prevederi specifice în legislație, care astfel devin obligatorii pentru toate societățile.

Având la bază principiile OECD transpuse în criterii cuantificabile, societățile de consultanță, centrele de cercetare, agențiile de rating au dezvoltat începând cu anul 2001 o serie de sisteme de măsurare a nivelului de guvernanză corporativă la nivelul unei companii, al unei piețe și chiar la nivelul unei țări, prin acordarea unor calificative/scoreuri<sup>9</sup>. Cel mai cunoscut rating de acest fel este cel calculat de agenția *Standard&Poors* (care ia în considerare 12 criterii compozite, cu o scală de la 1-10), dar putem aminti aici și scorul GMI (*Governance Metrics International*, scală de la 1-10, cu 600 de variabile luate în considerare, grupate în 8 categorii) precum și scorul CGQ (*Corporate Governance Quotient*), calculat de *International Shareholder Services*.

În ceea ce privește Bursa de Valori București, în august 2001 aceasta a instituit o categorie virtuală, *Categoria Plus*, creată special pentru societățile comerciale listate care doreau să implementeze principiile guvernanză corporative. Toate societățile care doresc înscrierea în această categorie trebuie să se angajeze să includă în maxim 3 luni în actele constitutive toate normele din *Codul de Conducere și Administrare* elaborat de BVB și de asemenea să elimine toate prevederile care contravin acestui cod. Din păcate, numai o societate, **Electroaparataj SA**, a solicitat înscrierea în această categorie, la sugestia fondului american de investiții *Broadhurst Investments Ltd.*, care este acționarul majoritar, ceea ce dovedește că managerii români nu sunt pregătiți pentru acest salt calitativ, nu înțeleg sau se sperie de anumite prevederi, mai ales de cele legate de transparență. *Electroaparataj* susține că, în mod clar, această măsură i-a îmbunătățit poziția pe piață, chiar dacă eforturile de implementare a Standardelor au fost mari și în plus este nevoită să apeleze permanent la consultanță legală pentru a proteja informațiile confidențiale, fără însă a prejudicia drepturile acționarilor.

La un moment dat, BVB chiar a pus problema renunțării la Categoria Plus, însă în final acest concept va fi revizuit pentru a-l face mai accesibil. Aceasta deoarece cei mai mulți dintre manageri sunt de acord în principiu cu prevederile Codului de Conducere și Administrare, dar nu sunt dornici să facă primul pas în acest sens. Pe o piață de capital matură, o bună guvernanză corporativă este corelată, conform dovezilor empirice, cu scăderea costului capitalului pentru firmele listate. În cazul piețelor mai puțin dezvoltate, cum este și cea românească, acest tip de corelație nu este atât de evidentă. Standardul de guvernanză corporativă al firmei nu este atât de important pentru furnizorii de fonduri, fie ei bănci, fonduri de investiții sau investitori individuali și de aceea firmele nu se simt recompensate în nici un fel pentru faptul că depun eforturi de a-și îmbunătăți practicile de administrare.

\*\*\*

În cadrul conceptului de guvernanză corporativă, un loc central îl ocupă transparența informației financiar-contabile, întrucât ea stă la baza oricărui proces decizional și *trebuie să sprijine* diferite categorii de utilizatori în alegerea soluțiilor optime, *fiind un vector explicativ, dar și anticipativ*. Pentru aceasta, informația financiar-contabilă trebuie să fie de o anumită calitate, care poate fi apreciată prin timpul parcurs de informație de la emitent la utilizator, ritmicitatea ei, accesibilitate, actualitate, relevanță, credibilitate, comparabilitate etc. Informațiile financiar-contabile de calitate și prompte contribuie la administrarea eficientă a întreprinderii și la creșterea valorii de piață a acesteia. Însă, în administrarea unei companii actorul principal este managerul. El joacă un

<sup>9</sup> Mark Anson – *Corporate Governance Ratings: Come of Age*, ICGN Conference, Amsterdam, 2003

rol important în crearea de valoare, dar poate influența și repartizarea acesteia. Deciziile managerilor condiționează performanța companiei, dar și bogăția acționarilor. Dacă ei majorează valoarea întreprinderii, vor primi și remunerații corespunzătoare și alte facilități. De aici, tentația managerilor de a manipula informațiile financiar-contabile, respectiv poziția financiară a întreprinderii și performanța ei.

Datorită multitudinii de utilizatori și implicit a nevoii variate de informare, o companie trebuie să ofere o imagine reală asupra activității și performanțelor sale, completată de date suplimentare necesare satisfacerii cererii exprimate de unii dintre utilizatori. Rezultă de aici existența unei informări financiar-contabile legale și a uneia voluntare, determinate de presiuni exterioare (piața de capital, consultanții firmei, auditorii ei etc.) dar și de raportul costuri-avantaje.

În timp, calitatea informațiilor cuprinse în raportările financiare a crescut în toate țările, ca urmare a presiunilor interne și externe, rolul lor în viziunea organismelor internaționale de reglementare fiind în bună măsură în consonanță cu cel descris de Principiile OECD:

- Comitetul pentru Standarde Internaționale de Contabilitate (IASB - *International Accounting Standards Board*): *Obiectivul rapoartelor financiare ale unei întreprinderi este să furnizeze o informare asupra situației, performanței și evoluției situației financiare, care să fie utilă unei game largi de utilizatori, atunci când aceștia iau deciziile lor economice;*
- Comitetul pentru Standarde de Contabilitate Financiară (FASB- *Financial Accounting Standards Board*): *Raportarea financiară are ca obiectiv furnizarea unei informații utile în luarea deciziilor de investiții și de credit și inteligibile pentru toți cei ce au cunoștințe rezonabile asupra întreprinderii.*

\*\*\*

Realitățile recente certifică faptul că țările din Europa de Sud-Est, inclusiv România, au făcut progrese destul de mari în administrarea corporațiilor în ultimii ani. Reformele aplicate au îmbunătățit cadrul juridic și de reglementare prin realizarea unei protecții eficiente împotriva abuzurilor. Bursele de valori și organismele de reglementare în domeniul valorilor mobiliare și-au perfecționat metodele de urmărire a comportamentului societăților comerciale. Există totuși discrepanțe vizibile între litera legii, care este în cea mai mare parte corespunzătoare, și situația de fapt – adică aplicarea ei. De aceea, este important să se pună în practică mecanisme eficiente de implementare.

În acest context, OECD împreună cu USAID (*United States Agency for International Development*) a inițiat încă din 2001 un program de cooperare, al cărui scop principal este îmbunătățirea guvernancei corporative în Europa de Est, prin măsuri cum ar fi:

- monitorizarea și evaluarea stadiului actual al guvernancei corporative în aceste țări;
- identificarea nevoilor specifice în zonă și asigurarea asistenței tehnice de specialitate;
- îmbunătățirea gradului de înțelegere a practicilor de guvernance corporativă și informarea comunității internaționale în privința progreselor realizate;
- facilitarea accesului acestor țări la dialogul continuu la nivel internațional.

Rezultatele acestor mese rotunde s-au concretizat în așa numita *Carte Alba a Administrării Corporațiilor în Sud-Estul Europei (2003)* care conține recomandări și definește propuneri de reformă în baza discuțiilor avute.

Pe aceeași linie trebuie amintit proiectul derulat la noi în țară la începutul anului 2000 de Alianța Strategică a Asociațiilor de Afaceri - ASAA, proiect sponsorizat de Centrul Internațional pentru Inițiativă Privată din România - CIPE, organism afiliat la Camera de Comerț a SUA, în urma căruia a rezultat *Codul Voluntar de Guvernance Corporativă*, o colecție a celor mai bune practici recomandate, grupate în 6 capitole și 28 de articole. Codul a fost finalizat după desfășurarea mai multor workshop-uri și mese rotunde în cadrul *caravanei de diseminare*, organizată împreună cu Camerele de Comerț din țară, la care au participat aproximativ 100 de firme, asociații profesionale și de afaceri. El stabilește *un set de reguli și exigențe care influențează managementul unei societăți*

comerciale în ceea ce privește planificarea strategică și adoptarea deciziilor, în scopul optimizării intereselor acționarilor, creditorilor, clienților, angajatorilor și angajaților. Codul poate fi aplicat oricărei societăți comerciale, dar cu precădere societăților cotate la Bursa de Valori București sau ale căror acțiuni sunt vândute pe piața RASDAQ, indiferent de proveniența inițială sau actuală a capitalului – de stat sau privat. Inițiativa a fost foarte bine primită la momentul respectiv de mediile de afaceri, însă în prezent nu există nici un fel de informații care să ateste numărul de companii care au adoptat codul și îl respectă (adică au introdus prevederile lui în actele constitutive).

Un studiu publicat în februarie 2000 de **SG Emerging Funds Equity Research** (*The Straight and the Narrow – Standards of Corporate Governance*) arată că România ocupa atunci locul 7 din punct de vedere al aplicării practicilor de guvernare corporativă, dintr-un total de 10 țări cu economii emergente care au fost studiate, strict pe baza comportamentului companiilor cu *cele mai bune practici existente la momentul respectiv* (ceea ce înseamnă că situația reală putea fi cu totul alta), cu un punctaj de 20,6 puncte din 36 posibile. Cele 12 criterii luate în considerație au fost: desfășurarea corectă a adunărilor acționarilor, eficiența în stoparea tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate, publicarea tranzacțiilor administratorilor, anunțarea tuturor modificărilor de capital în timp util, încheierea tranzacțiilor extraordinare la prețuri transparente, publicarea regulată a rezultatelor financiare, audit independent, egalitatea accesului la informații pentru toți acționarii, acces liber și gratuit la informații privind structura acționariatului, rolul Consiliului de Administrație, protejarea reală a drepturilor acționarilor de către instanțe, calitatea accesului acționarilor în societate. *Cele mai grave violări ale principiilor care s-au constat pentru România au fost cele legate de apărarea drepturilor acționarilor în instanță.*

\*\*\*

Pe baza studiilor făcute până în prezent, cauzele/frânele unei slabe guvernante corporative în țara noastră și totodată impedimentele în dezvoltarea unei piețe de capital eficiente au fost:

- piața de capital din România a apărut relativ târziu, precum marea majoritate a piețelor de capital din Europa de Est, ca urmare a declanșării procesului de privatizare în masă, pentru a asigura o piață lichidă pentru acțiunile incluse în acest proces; mult timp nu a depășit acest stadiu și în plus privatizarea a decurs extrem de anevoios;
- practica foarte slabă a managementului modern în mediul antreprenorial românesc, excepțiile fiind reprezentate de societățile listate care au un investitor instituțional majoritar;
- managerii societăților cotate nu sunt familiarizați cu principiile guvernantei corporative și sunt reticenți în privința dezvoltării anumitor informații. În plus, majoritatea nu apelează la piața de capital pentru a găsi surse de finanțare, deci nu sunt interesați de îmbunătățirea imaginii;
- insuficiențele sistemului juridic și legislativ și progresele lente în domeniul dezvoltării calitative a pieței de capital. De exemplu, nu a existat mult timp o legislație pentru fondurile private de pensii (va intra în vigoare abia la 1 iulie 2006) sau pentru fondurile ipotecare, care au o contribuție covârșitoare la dezvoltarea pieței de capital;
- pasivitatea acționarilor, mai ales în cazul societăților la care acționar principal este statul.

Importanța guvernantei corporative pentru dezvoltarea piețelor de capital este incontestabilă. Astfel, o serie de cercetări recente arată că societățile cu o bună guvernare corporativă, măsurată prin coeficienți de tipul CGQ (calculat de International Shareholder Services) au performanțe financiare cu 18,7% până la 23,8% mai mari decât cele cu o slabă guvernare corporativă, în funcție de tipul de piață financiară pe care sunt cotate<sup>10</sup>. De asemenea, pe piețele de capital dezvoltate,

---

<sup>10</sup> Brown, Lawrence D., Caylor, Marcus - *Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance*, Institutional Shareholder Services, 2004

firmele cu standarde înalte de protecție a acționarilor înregistrează creșteri ale capitalizării bursiere de până la 8,5%/an<sup>11</sup>.

O bună guvernanta corporativă are ca principal obiectiv trimiterea de semnale coerente piețelor financiare și investitorilor. Un studiu realizat de către firma de consultanță McKinsey & Co<sup>12</sup>, în colaborare cu *Global Corporate Governance Forum* (care este un proiect comun OECD și Banca Mondială), bazat pe răspunsurile a 200 de investitori instituționali (bănci, societăți de asigurări, fonduri de pensii, societăți de investiții financiare, fonduri mutuale, fonduri cu capital de risc) din 31 de țări, arată că majoritatea covârșitoare a investitorilor sunt dispuși să plătească prime substanțiale pentru acțiunile companiilor care au un standard înalt de guvernanta corporativă: 12-14% în medie pentru titlurile companiilor din SUA și Europa Occidentală, 20-25% în cazul investițiilor din Asia și America Latină, peste 30% pentru Europa de Est și Africa. Surplusul pe care acționarii sunt dispuși să-l plătească este cel mai mare în cazul economiilor emergente din sud-estul Europei, acolo unde se consideră că, deși s-au făcut progrese semnificative, mai trebuie făcute eforturi, iar piețele au potențial. Mai mult, aproape 90% dintre investitorii instituționali sunt preocupați de onestitatea, transparența și acuratețea informațiilor financiar-contabile, pronunțându-se pentru standarde contabile și de raportare financiară uniforme și pentru ameliorarea drepturilor acționarilor. Ratingul de Guvernanta Corporativă al companiei respective rămâne în continuare cel mai important criteriu de decizie al investitorilor instituționali, în comparație cu performanța financiară, dividendele, potențialul de creștere economică și altele, fiind evitate efectiv companiile cu o slabă practică a conducerii corporative. Ca un argument suplimentar, un alt studiu realizat în anul 2000<sup>13</sup> evidențiază faptul că 61% dintre investitorii instituționali americani și peste 50% dintre cei europeni au hotărât să nu mai investească/ să reducă sensibil investițiile în companiile cu o slabă guvernanta corporativă.

Rezultatele acestor studii sunt, credem noi, un stimul esențial pentru promovarea principiilor de guvernanta corporativă în România, în condițiile liberalizării depline a contului de capital al balanței de plăți, a apropiatei integrări a țării noastre în UE și a obiectivului declarat pe care-l are bursa românească consolidată de a deveni cea mai importantă din zonă. Pentru îndeplinirea acestui obiectiv trebuie atrase fondurile marilor investitori instituționali, care, cu siguranță vor ocoli societățile românești, dacă acestea nu-și îmbunătățesc guvernanta corporativă. În condițiile în care Polonia și Ungaria au realizat progrese semnificative în acest sens, eforturile în plan național trebuie sensibil amplificate.

Printre măsurile care se pot lua în ceea ce privește îmbunătățirea guvernantei corporative la noi în țară menționăm:

- creșterea eforturilor și concertarea acestora în vederea impunerii unui *Cod obligatoriu de guvernanta corporativă pentru societățile listate la BVB*, într-o primă fază pentru cele de la categoria I, apoi pentru cele de la categoria a II a, ulterior pentru cele provenind de pe RASDAQ. El trebuie foarte bine diseminat pentru ca managerii societăților cotate să înțeleagă importanța covârșitoare a aplicării lui și beneficiile pe care le aduce. Companiile la rândul lor trebuie să fie încurajate să-și elaboreze coduri proprii de etică și bune practici.
- dezvoltarea unor societăți de consultanță autorizate și a unor agenții de rating independente care să furnizeze contra cost analize și informații prețioase pentru investitorii interesați;
- creșterea activismului acționarilor și a asociațiilor oamenilor de afaceri, precum și încurajarea unor sisteme deschise de reacție și de implicare în elaborarea de regulamente, norme, legi;

---

<sup>11</sup> Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick - *Corporate Governance and Equity Prices*, Quarterly Journal of Economics, 118(1), February 2003

<sup>12</sup> *Global Investor Opinion Survey: Key Findings, 2002*

<sup>13</sup> Russel Reynolds Associates – *Corporate Governance in the New Economy: International Survey of Institutional Investors*

- îmbunătățirea sistemului juridic prin reformarea acestuia (un rol cheie aici îl are noua Lege 249/2005 privind reforma în justiție), întrucât el este o premisă pentru un sistem credibil de administrare a corporațiilor;
- amendarea Legii societăților comerciale prin includerea într-un articol a conceptului *acting in the best interest*, care se referă la comportamentul administratorilor unei societăți privitor la interesele acesteia;
- stimularea cooperării între instituțiile responsabile din țara noastră prin dezvoltarea unor proiecte comune privind piața de capital și întărirea dialogului internațional pe această temă;
- creșterea exigenței organismelor de supraveghere a piețelor și a vitezei de reacție în cazul constatării încălcării prevederilor;
- creșterea transparenței și a credibilității managementului societăților prin participarea în cadrul Consiliului de Administrație a unor persoane independente;
- încurajarea salariaților pentru a face publice practicile ilegale observate în compania în care lucrează.

### **Bibliografie selectivă:**

- Anson, M. (2003) *Corporate Governance Ratings: Come of Age*, ICGN Conference, Amsterdam
- Bauer, R. and Guenster, N. (2003) - *Good Corporate Governance Pays Off!: Well-governed companies perform better on the stock market*
- Bratu, I. (1999) *Piața de capital și guvernarea corporativă*, Revista Probleme Economice nr.14-15
- Brown, L. D., Marcus, C. (2004) *Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance*, Institutional Shareholder Services
- Fama, E. and Jensen, M. (1983) - *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, vol. 26
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, A. Metrick (2003) *Corporate Governance and Equity Prices*, Quarterly Journal of Economics, 118(1)
- Gregory, J. H. (2000) *The globalization of corporate governance*, OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance
- Klapper, L. and Love, I. (2002) - *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*, Working Paper 2818, World Bank Policy Research
- Mc Kinsey & Co (2002) *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*
- Nestor, S. (2001) *International Efforts to Improve corporate governance: Why and How?*, OECD
- Oman, C. (2001) - *Corporate Governance and National Development*, Development Centre OECD, Working Paper 180/2001
- Shleifer, A., Vishny, R., A (1997) *Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance no. 52,
- Robu, V. și colectiv (2004) *Analiza performanțelor firmelor românești în contextul integrării în Uniunea Europeană*, Revista Economia, București
- Reynolds, R. & Associates (2000) – *Corporate Governance in the New Economy: International Survey of Institutional Investors*
- Vintilă, G. (2001) - *Aspecte teoretice privind guvernanța corporativă*, Colocviul financiar-monetar *Finanțele și dinamica economică*, ASE

\*\*\*

BVB (2001) – *Categoria Plus*

European Corporate Governance Network (2001) - *A Survey on Corporate Governance Rules in Hungary and Romania*

SG Emerging Funds Equity Research (2000)- *The Straight and the Narrow – Standards of Corporate Governance*

OECD (2004) *Principles of corporate governance* – ediția revizuită

The World Bank (1998) – *The Business Environment and Corporate Governance*