

MODELE ALE GUVERNĂRII CORPORATIVE

Ion MIHAI

1. Bazele teoretice ale guvernării corporative

Pentru economiile aflate în iniție, o însemnatate aparte, printre altele, și studierea unei cunoscute sub numele de oarecă economie instituțională, dezvoltată în ultimul secol, a căsferă de cuprindere, deși îninsuficientă și delimitată, se consideră că integrează literatura heritoare la: drepturile de proprietate, costurile de tranzacție și teoria pozitivă a agenției.

În ceea ce privește drepturile de proprietate, cercetările efectuate până acum evidențiază acestea au o influență majoră în determinarea distribuției sturilor și a beneficiilor activității economice.

Numele eforturi de cercetare s-au făcut pentru definirea explicarea structurilor instituționale existente și a comportamentului agenților economici. Este sătăcău că structurile instituționale sunt compuse din diferenți agenti, care urmărind să-si maximizeze propria funcție de utilitate. Înile cu economie de piață dezvoltată a avut loc separarea din proprietate și control, considerată ca un aspect al specializării sau diviziunii muncii: proprietarii s-au specializat în furnizarea de calificări manageriale. Definim o relație de agenție

ca un contract, prin care una sau mai multe persoane (principal sau principalii) angajează o altă persoană (agent) să realizeze unele servicii în folosul lor, ceea ce implică delegarea luiării unor decizii de autoritate către agent.

Această disociere între acționari și manageri afectează negativ bunul mers al întreprinderii. Într-un mediu rațional, fiecare dintre aceste grupe urmărește maximizarea propriei funcții de utilitate, în detrimentul celeilalte grupe, fapt care este la originea conflictelor dintre proprietari și manageri. În acest sens, sunt de relevat trei surse de conflict:

- în timp ce principala aspirație a acționarilor o reprezintă maximizarea valorii firmei, managerii, de regulă, urmărind maximizarea funcției lor de utilitate, conduc întreprinderea într-un mod neconform intereselor acționarilor, deci fără a răspunde așteptărilor acestora. De asemenea, managerii își acordă multe avantaje în natură (automobile de serviciu, mese de afaceri, înscrieri costisitoare în cluburi private etc.) care grevează performanțele întreprinderii. Ei

vor orienta investițiile într-un mod care să le optimizeze propria utilitate, măsurată în termeni de bogătie, notorietate și.a.;

- spre deosebire de acționari, care investesc în întreprindere capitalul finanțier, managerii pun în joc capitalul lor uman. În literatură economică, în general, se apreciază că managerii optează pentru investiții mai puțin riscante decât ar dori proprietarii, și, deci, cu speranțe de câștig mai puțin importante. Dar, în literatura economică se fac auzite și voci care consideră că aversiunea pentru risc este mai degrabă proprie acționarilor ce dețin un portofoliu de acțiuni diversificat, și care deleagă de altfel deciziile financiare către manageri;

în sfârșit, orizontul de timp luat în considerație de manageri este determinat de prezența lor în întreprindere, și datorită acestui fapt, ei acordă prioritate investițiilor rentabile pe termen scurt. Astfel, în Franța, de exemplu, duratei medii a funcțiilor manageriale de 10 ani i se opune orizontul de timp teoretic nelimitat al acționarilor, întrucât valorificarea unui titlu de valoare se definește pe un orizont de timp infinit. În

general, managerii adoptă un comportament de geniu pe termen scurt, cest fapt fiind datorat împrejurării că evaluă rezultatelor dobândite bazează pe date trimestriale (atât în mass-media, cât și în comunicările către acționari).

Ca o consecință a acestor surse de conflict dintre acționari și manageri apare astăzi numărul asimetriei a informațiilor dintre aceste părți. Datorită prezenței lor zilnice în întreprindere, managerii dispun de informații privilegiate, inaccesibile terților, mai ales acționarilor. Din diverse considerente, managerii fără maschează, fie întârzia publicarea unor informații tehnice, comerciale, financiare și juridice. Relevarea acestor informații, și deseori greu de formalizat, poate dovedi costisitoare, mai ales că generează și cheltuieli de comunicare, nemaivorbini de riscul că de ele pot beneficia concurenții întreprinderii.

Divergențele de interes între acționari și manageri, precum și asimetria informațiilor generează un fenomen dublu de risc moral și de selecție adversă. Riscul moral constă în imposibilitatea pentru acționar (*principal*) de a evalua munca managerului (*agent*). Selecția adversă constă în imposibilitatea pentru acționar de a defini cu precizie condițiile contractuale cu agentul.

Datorită celor menționate mai sus, relațiile dintre acționari și manageri nu se desfășoară fără distorsiuni. Ca urmare a existenței conflictelor de interes și a rezolvării acestor conflicte apar așa-numitele costuri de agenție (*agency costs*), care pot influența capacitatea acționarilor de a exercita drepturile de proprietate și care pot fi grupate în următoarele trei categorii:

- costuri de supraveghere (*monitoring expenditures*) reprezentând cheltuielile făcute de principal, pentru a verifica dacă deciziile luate de agent sunt conforme proprietilor sale interese sau pentru a limita activitățile aberante ale agentului. De exemplu, onorarii pentru cei ce evaluatează conturile, expertize realizate de acționari etc.;
- cheltuieli realizate de manageri pentru a-și demonstra "buna-credință" față de principal (*bonding costs*). Ele reprezintă un fel de garanție că managerul acționează de o manieră care să nu afecteze negativ pe principal sau să asigure că principalul va fi compensat în această eventualitate;
- costuri reziduale (*residual loss*), care reprezintă pierderi de utilitate pentru proprietari, datorită divergenței de interese dintre ei și manageri.

O politică prudentă de investiții dusă de manageri poate contribui la diminuarea valorii firmei, și, ca urmare, să penalizeze acționarii.

În general, la un cost zero este imposibil pentru principal să se asigure că agentul va lua decizii optime pentru el. În cele mai multe relații de agenție, principalul și agentul vor suporta o monitorizare pozitivă și *bonding costs*. În plus, vor exista unele divergențe între decizii ale agentilor economici și acele ale principalilor. Echivalentul în bani al reducerii bunăstării principalului - datorită acestei divergențe - reprezintă tot un cost al relației de agenție, pe care l-am denumit mai sus cost rezidual.

Existența costurilor de agenție influențează mai ales asupra deciziei de finanțare a întreprinderii. Într-adevăr, înainte de a lua decizii de finanțare, managerii arbitrează între costurile de agenție generate de finanțarea din fonduri proprii și cele legate de contractarea de datorii, având ca obiectiv final minimizarea costurilor totale de agenție. De aici rezultă marea însemnatate a reducerii conflictelor provocate de interesele divergente ale principalului și agentului.

2. Modele ale guvernării corporative în economiile de piață dezvoltate

2.1. Considerații generale

În țările Europei Centrale și de Răsărit, inclusiv în România,

înainte de marea schimbare politică din anii '80, nu a existat un sistem de guvernare corporativă bazat pe proprietatea privată. Mecanismul de control al întreprinderii era foarte centralizat. Deși în unele din aceste țări exista aşa-numitul sistem al autoconducerii muncitorești (în România și Polonia), influența angajaților asupra deciziilor importante ale întreprinderilor era redusă, statul deținând rolul de comandă și control al întreprinderilor (Naneș, Ion, 1997).

Umplerea golului lăsat de retragerea statului din poziția de control, prin înlocuirea sa cu alte instituții a constituit una din problemele cruciale a economiilor în tranziție.

Liberalizarea prețurilor, descentralizarea alocării resurselor și instituirea întreprinderii private, prin legalizarea deținerii de acțiuni și privatizarea de masă, deși necesare, nu sunt suficiente pentru asigurarea funcționalității unei economii de piață autentice.

În fostele țări socialiste, o cerință acută a fost și este încă, găsirea celor mai adecvate structuri de guvernare corporativă, cu alte cuvinte a stabili care sunt instituțiile ce se potrivesc cel mai bine economiilor în tranziție, care este mecanismul de guvernare cel mai favorizant pentru aceste economii naționale. Unele idei interesante în această privință au început să apară și în literatura eco-

nomică din țara noastră (vezi de exemplu, Pavelescu, Fl., 1998).

Tinând seama de aceste considerații, rezultă că, pentru economiile care urmăresc trecerea de la vechiul sistem economic la cel nou, cunoașterea experienței țărilor dezvoltate în domeniul menționat prezintă o deosebită însemnatate. În aceste țări s-au dezvoltat în cursul istoriei, spontan, neplanificate, aranjamente instituționale și structuri de control, a căror înțelegere deplină, privind modul în care acționează, nu s-a realizat nici până în prezent în totalitate, dovedă fiind numărul mare de dezbateri pe această temă, în literatura de specialitate. De altfel, unii autori declară net că literatura privind guvernarea corporativă este încă în faza copilăriei, deși ea reprezintă, totuși, un ghid mai bun pentru înțelegerea acestei guvernații, decât literatura financiară tradițională (Masahito, A., 1995).

În timpurile mai vechi, în cadrul sistemului capitalist, proprietarul și managerul puteau fi una și aceeași persoană, însă, pe măsură ce, în cursul ultimului secol, mărimea și complexitatea corporațiilor moderne au crescut și pe măsură ce nevoile sale de capital au început să fie satisfăcute prin emiterea și vânzarea de acțiuni către public, au apărut atât o separare între proprietate și control, cât

și necesitatea de supraveghere a comportamentului managementului. Aceasta deoarece principiul unanim acceptat al economiei de piață este că întreprinderile trebuie să funcționeze în interesul proprietarilor. În condițiile actuale însă, de regulă, întreprinderile sunt administrate de manageri, cărora nu li se poate lăsa un control deplin asupra acestora, deoarece, în acest fel, ei ar urmări doar creșterea propriei bunăstări, printr-un comportament pe termen scurt (*short terminism*), având ca scop realizarea de salarii și alte avantaje cât mai mari și neglijând preocupările privind asigurarea rentabilității de perspectivă a întreprinderilor. Aceasta presupune ca, prin mecanismul de control instituit, acționarii să aibă posibilitatea să selecționeze și să motiveze managerii, să-i poată angaja și concedia, să-i monitorizeze și recompenseze, pentru ca ei să servească optim interesele deținătorilor de acțiuni.

Guvernarea corporativă presupune două aspecte și anume: pe de o parte, controlul *insiderilor* (angajați și manageri), iar pe de altă parte al *outsiderilor*. Aceasta se bazează pe concepția mai recentă că, întreprinderea trebuie să răspundă interesului tuturor deținătorilor de miză din întreprinderea respectivă (*stakeholderi*), cum ar fi: furnizorii, clienții, bă-

cile, autoritatea publică etc. În acest sens, o lucrare recentă menționează: "Filozofia de a face afaceri suportă o mutație profundă, concentrându-se mai mult spre a sluji nevoile diverselor acționari, prin care se definesc în prezent, toate părțile care au relații cu firma, nu numai proprietarii, cu convingerea că, dacă firma servește clientul, salariatul și comunitatea, atunci clientul, salariatul și comunitatea o vor servi la rândul lor" (Maynard, H. B., 1997).

2.2. Modele alternative de guvernare corporativă

Eficiența guvernării corporative a ajuns să fie o problemă relevantă, în perioada când separarea proprietății de control a devenit un lucru obișnuit, în economiile avansate. Relațiile dintre deținătorul de capital (numit principal) și manager (denumit agent) implică probleme de risc moral, când proprietatea este dispersată și costurile de monitorizare nu sunt neglijabile.

Relațiile de acest fel, dintre principali și agenți sunt ceva obișnuit în firmele care nu mai sunt conduse de proprietarii lor. Pe deasupra, au apărut diferențe semnificative referitor la mecanismul prin care să se reducă riscul moral și să întărească controlul corporativ. O deosebire majoră în această privință se referă la sistemele de funcționare și control bazate pe bancă, față de cele bazate pe piață. Trăsă-

turile caracteristice acestor sisteme au fost corespunzător sintetizate de Berglof (1990). Dintre

aceste trăsături cele mai importante sunt redate în tabelul nr. 1.

Tabelul nr. 1

Principalele trăsături caracteristice ale sistemelor financiare bazate pe bancă și ale celor bazate pe piață

	Sisteme bazate pe bancă	Sisteme bazate pe piață
Piețe financiare - sofisticate și oportunități pentru diversificare	reduse	ridicate
Structura generală a capitalului - gradul de finanțare internă - raportul datorie/capitalul actionarilor	redus ridicat	ridicat redus
Structura creditelor - raportul creditelor bancare față de totalul pasivelor - importanța finanțării prin obligațiuni - gradul de concentrare	ridicat redusă ridicat	redus ridicată redus
Structura acționariatului - gradul de concentrare - acționariate ale băncilor comerciale - acționariate interfirme - schimbarea locurilor de control	ridicat semnificative răspândite lentă	redus nesemnificative mai puțin obișnuite mai rapidă

În sistemul bazat pe bănci (cum este și cel din Germania și Japonia), companiile își asigură cea mai mare parte a finanțării lor externe de la aceste instituții, care mențin relații strânse, pe termen lung, cu clienții lor corporațiști. Prin contrast, relațiile de tip "arm's length"¹ și pe termen scurt cu diversi investitori sunt considerate ca trăsături dominante ale

sistemelor bazate pe piață, cum sunt cele din Marea Britanie și Statele Unite.

Sistemul financial influențează modelul contractelor financiare și modul în care acestea sunt aggregate în structura de capital a firmelor, întrucât, sistemele financiare diferite pot avea implicații importante pentru structura și eficiența controlului corporativ. Gradul de concen-

¹ Finanțarea "arm's length" reprezintă o guvernare corporativă prin obiective (Masahito, A., 1995): investitorii nu intervin direct în deciziile strategice. Controlul corporativ se exercită prin mecanisme externe cum este piața. Spre deosebire de aceasta, finanțarea orientată spre control reprezintă o guvernare prin intervenție. Ea se exercită prin dreptul de veto asupra deciziilor neeficiente, folosirea drepturilor de control pentru a impune implementarea deciziilor eficiente privind înlocuirea managementului.

trare a proprietății apare ca fiind cel mai important în această privință. Pe de o parte, proprietatea concentrată într-un sistem bazat pe bancă poate ajuta la reducerea problemelor dintre principal și agent. Acționarii cu mize semnificative într-o întreprindere au stimulente mai puternice de a suporta costurile monitorizării efective a managerilor. Potentialul de exercitare a controlului și de a obține beneficii private este mare, comparativ cu situația în care există mulți acționari mici. Aceștia din urmă vor prefera să beneficieze fără să plătească (*free-riding*), dat fiind că monitorizarea implică o serie de costuri pentru colectarea și evaluarea informației relevante.

Pe de altă parte, caracteristicile proprietății sistemelor bazate pe bancă se presupune că dau naștere înțelegerilor secrete (*collusions*) între manageri, angajați și bănci (în calitate de creditori, acționari și cunoștiți de acțiuni), pe seama *outsiderilor*, cu deosebire acționari, care dețin mize relativ mici (Wenger, 1992).

De altfel, raționamentul de mai sus privind insuficiența monitorizării, când proprietatea este larg dispersată, ignoră că disciplina poate fi impusă managerilor și prin alte mijloace în sistemele bazate pe piață și, în deosebi, prin amenințarea preluărilor de firme.

Astfel, persoanele informate pot lansa oferte împotriva firmelor a căror valoare de piață este considerată redusă, datorită slăbiciunii manageriale. Problemele de agent principal se reduc, în măsura în care înfruntă riscul de a fi înlocuiți după preluare, iau în considerație interesele acționarilor.

În concluzie, rezultă că, pe plan mondial, au apărut două modele de guvernare corporativă: modelul anglo-american (numit și *outsider*) și modelul germano-japonez (numit și *insider*). Fiecare din aceste modele se aplică în anumite condiții și prezintă anumite caracteristici a căror cunoaștere și examinare critică considerăm că este un demers necesar și de mare utilitate pentru formarea, consolidarea și buna funcționare a sistemului de guvernare corporativă din țările aflate în tranziție, inclusiv țara noastră.

ACESTE DOUĂ MODELE POT FI CONSIDERATE, CEL PUȚIN PÂNĂ ÎN PREZENT, CA MODELE ALTERNATIVE, CU TOATE CĂ, NICI UNUL NU REPREZINTĂ UN SISTEM NET DE UN FEL SAU CELĂLALT, CI UN AMESTEC, ÎN CARE PREDOMINĂ CARACTERISTICILE DE UN TIP SAU ALTUL.

2.2.1. Modelul anglo-american (*outsider*)

Teoria economică susține că numai libertatea de mișcare a capitalurilor, deschise în totalitate concurenței, asigură repar-

tizarea optimă a resurselor necesare dezvoltării întreprinderilor. De aici, mulți economisti apreciază că regresiunea rolului băncilor în distribuirea creditului reprezintă un factor de eficiență. În anii 1970, "cota de intermediere", adică partea ce revine băncilor în finanțarea economiei americane reprezenta 80%, dar în 1990, ea a scăzut la 20% (Albert, M., 1994, p. 13).

În cadrul modelului anglo-american, băncile nu au un rol major în guvernarea corporativă, existând chiar unele restricții specifice privind deținerea de proprietate asupra capitalului corporațiilor. Rolul principal în exercitarea controlului corporativ îl are piața de capital. Pentru disciplinarea comportamentului managerial principalul instrument îl reprezintă preluarea (sau falimentul) corporației. Dacă rata de recuperare a capitalului la o anumită firmă este mică, va avea loc o reducere a valorii acțiunilor, până în momentul în care un cumpărător, profitând de valoarea redusă, va cumpăra compania, cu intenția de a realiza un beneficiu mai mare, ca urmare a creșterii valorii acțiunilor, după preluarea și instituirea unui management mai bun. Unele dovezi empirice arată că aceste cumpărări (*leveraged buy-outs*) și preluările ostile (*hostile takeovers*) pot avea ca

urmare reducerea investițiilor pe termen lung. Ca urmare, firmele vor urmări adoptarea unei strategii pe termen scurt, orientată în principal spre un preț ridicat al acțiunilor și dividende sporite, apărând în acest mod managerii față de preluare sau destituire.

Un alt fenomen negativ este că actionarii vor urmări să profite fără să plătească (*free riding*) sau să vândă acțiunile, mai degrabă decât să se angajeze în îmbunătățirea guvernării corporative, având în vedere costurile ridicate ale informației și monitorizării managerilor. De asemenea, de regulă, când rezultatele unei companii sunt slabe, în loc să se facă eforturi active pentru îmbunătățirea performanței manageriale se urmărește scoaterea de acțiuni la vânzare.

În ceea ce privește investitorii instituționali (cum ar fi fondurile de pensii, companiile de asigurare, fondurile mutuale), aceștia, potențial, ar avea un rol de jucat în guvernarea corporativă, dar în S.U.A. ei au tendința de a juca un rol pasiv.

2.2.2. Modelul germano-japonez

În țări ca Germania și Japonia piața de capital nu acționează în direcția controlului corporativ. În schimb, în Germania, de pildă, proporția pieței acțiunilor controlate de principalele

instituții financiare este de aproximativ 60%². Prin aceasta, instituțiile financiare realizează o funcție de control asemănătoare cu cea realizată de piața capitalului, în sistemul anglo-american.

Societățile pe acțiuni din Germania au un sistem de conducere cu două niveluri, constând din grupul de management principal sau comitetul director (*managing board*) și consiliul de supraveghere (*supervisory board*). Consiliul de supraveghere, ai căror membri pot să nu includă manageri ce se ocupă de activitatea curentă, operează ca subiect al sistemului de codeterminare. Aceasta implică faptul că, o anumită parte din membrii consiliului de supraveghere nu sunt nici aleși, nici numiți de acționarii firmei. Aproximativ 1/3 din membrii consiliului sunt aleși de salariați, sau numiți de sindicate - în companiile cu peste 500 de angajați - putând merge până la 1/2 - în companiile cu peste 2000 de angajați.

Consiliile de supraveghere au drepturi considerabile în ceea ce privește utilizarea forței de muncă și concedierea personalului.

Adunarea acționarilor poate să nu intervină în activitatea de zi cu zi, cu alte cuvinte, competențele lor se limitează, de re-

gulă, la deciziile fundamentale pentru companie. În afară de alegera reprezentanților pentru consiliul de supraveghere, această adunare aprobă modificările de statut ale companiei, bilanțul anual, distribuirea profitului, strategiile privind fuziunile, emiterea de noi acțiuni etc. Deoarece micii acționari au stimule slabe de a participa la adunările anuale, custozilor lor, respectiv marilor bănci germane li se acordă împoterniciri de vot pentru acțiunile acestora. În felul acesta, băncile au adesea controlul unui mare procent din voturile acționarilor. Ca rezultat, reprezentanții băncilor sunt membrii celor mai multe consiliilor de supraveghere.

Deși în Germania structura de finanțare a investițiilor este asemănătoare cu cea din Marea Britanie, diferențele dintre aceste țări sunt mult mai pronunțate, când ne referim la capitalizarea de piață și caracteristicile societăților pe acțiuni. Înainte de toate, numărul companiilor interne listate la bursă a fost sub 700 în Germania, în prima parte a anilor '90, față de 2000 de firme în Marea Britanie și, respectiv, 6300 în SUA. Valoarea companiilor cotate la bursă a depășit 80% din PNB în Marea Britanie și este încă ridicată în SUA (57%), în timp

² Deși în Germania băncile dețin numai aproximativ 10% din totalul acțiunilor, ele controlează o proporție importantă a altor acțiuni, care reprezintă participații ale propriilor lor acționari (Backhaus, Stephen, 1997).

ce valoarea companiilor cotate la bursă în Germania s-a situat sub 1/4 din PNB (Nunnenkamp, P., 1995, p. 5).

În al doilea rând, proprietatea societăților pe acțiuni este tipic dispersată pe un mare număr de instituții și indivizi, atât în Marea Britanie cât și în SUA. Dintre companiile cele mai mari cotate la bursă, în Marea Britanie, mai mult de 4/5 aveau o proprietate larg dispersată (nici un acționar nu a deținut mai mult de 25% din capitalul acționarilor unei firme). Din contră, în Germania, proprietatea este concentrată. În aproape 85% din cele mai mari societăți pe acțiuni există cel puțin un acționar deținând mai mult de 25% din totalul acțiunilor (Nunnenkamp, P., 1995, p. 5-6).

În ceea ce privește distribuția proprietății în acționariile interne din Germania, în anii 1970 și 1990, aceasta prezenta următoarele ponderi: firmele dețineau între 41% și 42%, gospodăriile particulare, deși au scăzut ca pondere (28% și 17%) rămân pe locul doi ca importanță, investitorii străini (8%, respectiv 14%), băncile (7%, respectiv 10%) companiile de asigurare și fondurile de pensii (4%, respectiv 12%), sectorul public (11%, respectiv 5%) (Nunnenkamp, P., 1995, p.6).

Rezultă deci că băncile germane, ca acționar direct al societăților pe acțiuni, au un rol li-

mitat, dar ele dețin mize importante prin alte tipuri diferite de acționari (cum ar fi alte societăți, grupuri familiale, trusturi și investitori instituționali etc.).

În concluzie, sistemul german de guvernare corporativă poate fi caracterizat în mod corespunzător ca fiind un sistem insider (sau relational) mai degrabă decât un sistem bazat pe bănci, fapt ce nu exclude băncile de a fi parte componentă a sistemului insider.

Una dintre temele cele mai frecvent dezbatute în Germania este cea referitoare la puterea băncilor. Băncile germane își pot exercita puterea prin intermediul unor mecanisme, dintre care cele mai importante sunt:

1. relațiile de creditare și împrumut;
2. acționariatul direct al băncilor;
3. controlul bancar al împăternicirilor de vot;
4. reprezentarea băncii în consiliile de supraveghere.

În ceea ce privește primul mecanism, aşa cum deja s-a menționat, împrumuturile bancare dețin un procent relativ redus în finanțarea corporativă, comparativ cu finanțarea internă a corporațiilor.

Cel de al doilea mecanism menționat mai sus nu oferă băncilor o putere mare în guvernarea corporativă a societăților pe acțiuni. Băncile, aşa cum s-a mai arătat, sunt într-o

anumită măsură acționarii direcți ai societăților pe acțiuni, dar mult mai mici decât alți acționari. Punctul de vedere larg acceptat potrivit căruia băncile au o importanță crucială în controlul corporativ nu este suficient susținut de acționariatul direct. Cu toate acestea, nu este mai puțin adevărat că în calitate de detinători ai acțiunilor altor posesori, controlează un procent mult mai mare de voturi decât sugerează acționariatele directe. Cele mai mari bănci germane acționează, de obicei, în calitate de cunoști ai acțiunilor depuse de micii acționari. Ele sunt autorizate să facă aceasta prin procură revocabilă, care se reînnoiește la fiecare 15 luni.

Datele publicate în unele lucrări de specialitate atestă o mare putere de vot a băncilor, la adunările acționarilor. În mod evident, băncile pot utiliza puterea de vot pentru a numi reprezentanții lor în consiliile de supraveghere ale societăților, și, prin aceasta, să exercite un control asupra managementului.

Guvernarea corporativă în Germania poate fi caracterizată ca insider sau orientată către relații, din două motive principale și anume: sistemul de codeterminare și acționariatul încrucișat (*cross shareholding*). Reprezentarea angajaților și a sindicatelor în consiliile de suprave-

ghere poate avea implicații importante asupra guvernării corporative, dacă se au în vedere stimулantele ce îi animă pe membrii consiliului. Cu siguranță se poate admite că angajații și sindicatelor sunt mai puțin interesati de profitul companiei decât acționarii. Angajații și sindicatelor sunt în principal interesați de siguranța locului de muncă. Creșterea producției și utilizării forței de muncă pot fi în conflict cu maximizarea profitului urmărit de acționari. În acest context este interesant de observat că, potrivit legislației germane, managementul companiei nu este obligat să maximizeze valoarea capitalului acționarilor. Aceasta înseamnă practic că managementului i se dă mâna liberă să ia decizii discreționale. Prin interesul managementilor de a dobânda influență și reputație, prin extinderea activității companiei, ei au mult în comun cu angajații. În acest fel, sistemul german de codeterminare încurajează întregerile secrete ale insiderilor (manageri și angajații), care poate duce la înclinația către rețineri excesive ale profitului în loc de distribuirea de dividende.

Al doilea tip de relații insider se bazează pe acționariatul încrucișat (*cross shareholding*). Extinderea reală a acționariatului încrucișat în Germania nu este pe deplin cunoscută. Legătu-

rile intercompanii sunt adesea ascunse. Ele ies însă uneori la iveală ca urmare a unor litigii, care forțează relevarea principalelor legături de acest gen.

Modelul complex al acționariatului încrucișat limitează serios șansele outsiderilor, inclusiv al acționarilor, de a exercita controlul corporativ. Euferistic, s-ar putea spune că tipul de control outsider a fost înlocuit cu controlul insider. Luăm în considerație cazul în care datorită acționariatului încrucișat, directorul executiv al societății A face parte din consiliul de supraveghere al societății B, în timp ce directorul executiv al societății B face parte din consiliul societății A. În aceste condiții se conturează mari probleme de agenție, iar acționarii outsideri sunt în mare măsură deposedați de control. Dacă direcțorii executivi ai societăților interconectate se înțeleg, ei pot să se protejeze unul pe altul, față de amestecul acționarilor outsider. Directorul executiv al societății A se poate aștepta să influențeze deciziile consiliului de supraveghere al societății, în favoarea colegului său de acolo, în timp ce directorul executiv al societății B este doritor să întoarcă favorul, când acționează

ca membru al consiliului de supraveghere al societății A.

În general, rezultă că potențialul pentru înțelegeri secrete insider este destul de mare în sistemul german de guvernare corporativă.

În legătură cu eficiența sistemului de guvernare corporativă, părerile sunt împărțite. Astfel, un punct de vedere susține că acest sistem prezintă avantaje considerabile (Cosh, A. D., s.a., 1990; Porter, M., 1992)³. Alți autori argumentează însă că "sistemele economice care au piețele pentru control... sunt superioare sistemelor economice în care controlul este atribuit sistemului nonpiata" (Spremann, K., 1995). Aceasta ar însemna că orice succes al societăților germane a fost realizat în ciuda, și nu datorită structurii lor de guvernare corporativă. Ultima părere are în vedere una din caracteristicile modelului german menționate mai înainte, presupusă a duce la deficiențe majore în această guvernare. Argumentul fundamental este că lipsa monitorizării eficiente de către outsideri și piețele insuficient dezvoltate pentru control corporativ induc slăbiciune managerială. În acest context, cel mai frecvent menționată este lipsa de importanță a preluărilor ostile în Germania.

³ Se poate, într-adevăr, argumenta că trăsăturile majore ale diferitelor sisteme de guvernare corporativă sunt rezultatul politicilor și reglementărilor guvernamentale. De exemplu, sistemele SUA și german ar putea linde să conveargă dacă tipului german de bancă universală își ar permite să opereze și dacă mările acționariate din SUA nu ar mai fi restricționate.

Modelul german ar putea fi inefficient în această privință, dacă economiile cu nivel ridicat de preluări ostile ar fi avut mai mult succes în corectarea eșecului managerial. Studiile empirice nu oferă o imagine clară a rolului de disciplinare a preluărilor (Franks, J.; Mayer, C., 1995). Preluările par a impulsiona restructurarea corporativă, inclusiv disponibilizarea unor active și demiterea executivilor, dar aici este în cel mai bun caz o relație slabă între performanța trecută și riscul de a fi ținta unei preluări ostile. (Nunnenkamp, P., 1995).

Potrivit părerilor unor critici ai sistemului german de guvernare corporativă, gradul ridicat de înțelegere a insiderilor mai are un neajuns major și anume, depoziarea de drepturile de proprietate în general și discriminarea micilor acționari în particular.

Însă, un studiu empiric din 1994 (Kaplan, St.) nu a putut găsi nici o dovadă în sprijinul punctului de vedere că sistemul german de guvernare avanta-

jează managerii și angajații pe seama acționarilor. De asemenea, el pledează împotriva părerii că sistemul de guvernare corporativă, orientat spre relații, din Germania倾de să ignore măsurile curente de performanță⁴.

În lumina efectelor echivoce ale controlului bancar și ale proprietății concentrate asupra monitorizării efective, susținătorii modelului german pot fi tentați să se axeze pe presupusa sa capacitate de a depăși comportamentul pe termen scurt (*short terminism*), caracteristic tipului de guvernare corporativă din SUA și Marea Britanie. În acest din urmă sistem de guvernare corporativă, caracterizat printr-un nivel înalt al preluărilor și schimbări frecvente de proprietate, se presupune că proprietarii nu sunt capabili să se angajeze în interesele pe termen lung ale companiei. Acest sistem poate fi astfel asociat cu o investiție neadecvată în activitele specifice ale firmei și cu un orizont excesiv de scurt al investiției⁵. Angajarea prin proprietari se consideră că este

⁴ Studiul lui Kaplan (1994) are tendința de a subevalua sancțiunile impuse managerilor cu performanțe reduse. Investigațiile empirice se concentrează pe schimbarea corpului de conducere ca variabilă dependentă. Totuși, un manager, responsabil pentru conducerea necorespunzătoare în cadrul unei divizii sau a postului respectiv, poate rămâne în funcție cu competențe reduse. Astfel de sancțiuni, mai reduse decât concedierea, nu au fost luate în considerație în analiza lui Kaplan.

⁵ Comportamentul pe termen scurt (*short terminismul*) poate predomina, de asemenea, dacă acțiunile sunt mai puțin lichide. Singura cale pentru acționari de a obține avantaje este de a face presiuni pentru obținerea de dividende ridicate pe termen scurt, dacă comercializarea acțiunilor este serios constrânsă.



mai ușor de susținut în condițiile Germaniei, datorită proprietății concentrate. Obținerea de avantaje fără a plăti (*free riding*) în furnizarea de fonduri suficiente pentru investiții este mai puțin atractivă, așa încât sistemul german poate fi superior în încurajarea investițiilor pe termen lung⁶.

În concluzie, discutarea argumentelor pro și contra, privind sistemele alternative de guvernare corporativă, sugerează că un model superior în mod clar nu există. Această concluzie nu are legătură doar cu eficiența guvernării corporative la nivel microeconomic, ea fiind de asemenea compatibilă cu indicatorii performanței macroeconomice. Astfel, creșterea venitului pe cap de locuitor în Germania, Marea Britanie și SUA a fost aproape aceeași (aproximativ 2%). Atât criticii, cât și susținătorii modelului german au tendința de a supraevalua influența unora dintre trăsăturile sale specifice asupra guvernării corporative efective, în special a aceleia care se referă la rolul băncilor în monitorizarea managementului. O posibilă interpre-

tare este că efectele pozitive - pe care proprietatea concentrată le poate avea asupra monitorizării - și efectele negative - de întărire ale înțelegerilor secrete - se compensează în mare măsură. Rezultă că diferențele în structurile de guvernare corporativă sunt mai puțin importante în formarea comportamentului companiei, decât factorii care sunt exogeni tuturor deținătorilor de mîză (*stakeholders*) dintr-o anumită companie. Printre factorii exogeni, gradul de concurență al bunurilor și factorul pieței figurează probabil ca fiind cei mai proeminenti. Concurența sporită, prin eliminarea barierelor comerciale, stimulează eficiența corporativă și disciplinează atât managerii, cât și angajații și acționarii.

În baza celor arătate mai sus privind aranjamentele instituționale din unele țări occidentale dezvoltate, prin care se realizează controlul comportamentului managerial din cadrul unei companii, redăm mai jos, sub forma unui tabel sintetic, principalele caracteristici ale celor două modele de guvernare corporativă (tabelul nr. 2).

⁶ Franks și Mayer (1995) concluzionează că diversitatea în structurile de guvernare corporativă "este o consecință a faptului că diferite forme de proprietate sunt potrivite diferitelor tipuri de activitate corporativă. Unele forme de producție cer relații pe termen lung, pe care proprietatea concentrată le poate susține, în timp ce altele beneficiază de o flexibilitate mai mare în ajustarea politicii corporative, pe care o poate realiza proprietatea dispersată".

Tabelul nr. 2

Caracteristicile modelelor de guvernare corporativă

Modelul anglo-american (outsider)	Modelul germano-japonez (insider)
Proprietate dispersată	Proprietate concentrată
Separarea proprietății și a controlului	Asocierea proprietății și a controlului
Raportul datorii/acțiuni redus și proporția redusă a creditului bancar în total obligații	Raportul datorii/acțiuni mare și proporția mare a creditelor bancare în total obligații
Piețe financiare sofisticate și diversificate	Nivel redus de sofisticare și oportunități reduse de diversificare a piețelor financiare
Puține stimulente pentru investitorii outsideri de a participa la controlul corporativ	Control prin intermediul părților interesate (bănci, firme înrudite cu care au raporturi) și al angajaților
Interesele altor detinători de miză (stakeholders) nu sunt reprezentate	Interesele altor detinători de miză (stakeholders) sunt reprezentate
Preluări ostile costisitoare și antagoniste	Absența preluărilor ostile
Angajare redusă a investitorilor outsideri în strategiile pe termen lung ale firmei	Intervențiile prin investitori outsideri limitate la perioadele de eșec clar
Preluările pot crea monopoluri (câștigarea controlului)	Sistemele insider pot încuraja înțelegerile secrete (insider collusions)

3. Particularități ale sistemului de guvernare corporativă în economiile în tranziție

Tările Europei Centrale și de Est au pășit pe drumul tranziției în momente diferite, plecând de la condiții de start diferite și aplicând metode diferite. Unele dintre aceste țări au avut perioade de prereformă care le-au permis realizarea unui grad de descentralizare mai mare, încă de la începutul trecerii la eco-

nomia de piață (de exemplu: Cehoslovacia, Polonia, Ungaria). De asemenea, datorită menținerii în anumite țări și anumite sectoare a proprietății private (ex. Polonia în agricultură), comportamentul unor agenți economici era mai apropiat de condițiile economiei de piață. Gradul de îndatorare externă, diferit de la o țară la alta, se situa pentru cele mai multe țări la un nivel ridicat. Apropiera de țările Europei Occiden-

le și scutirea de plata unor datorii externe au constituit atuuri suplimentare pentru unele țări ale zonei.

Într-o primă fază a tranzitiei, cele mai importante realizări au fost: privatizarea activelor, liberalizarea piețelor și asigurarea unui anumit grad de stabilitate economică.

Desigur, în faza următoare a tranzitiei, evoluția va fi determinată nu numai de condițiile existente la începutul acesteia, dar și de măsurile aplicate în prima fază.

Condițiile existente în fiecare țară și măsurile diferite aplicate au dus la o diversitate pronunțată în ceea ce privește progresul și aspectul tranzitiei, secvențialitatea și formele de redresare economică. De menționat totodată că tranzitia nu a reprezentat un proces linear, în sensul unui progres continuu.

Analiza rezultatelor obținute de diferite țări (în ceea ce privește privatizarea, restructurarea și guvernarea, reforma sistemului bancar, dezvoltarea piețelor de capital și.a.) arată că, la toate elementele care caracterizează tranzitia, România se situează în urma unor țări ca R. Cehă, Ungaria, Slovacia, Estonia, Polonia și.a., cu excepția liberalizării prețurilor, a comerțului și a schimburilor externe, unde se situează la nivelul acestor țări.

Trebuie subliniat însă că,

dincolo de diferențele menționate, toate țările regiunii se confruntă cu o problemă comună, și anume, dezvoltarea și promovarea guvernării eficiente orientate către piață. Prin aceasta se înțelege nu numai guvernarea întreprinderilor, ci și a economiei în ansamblu, cu alte cuvinte, construirea și funcționarea instituțiilor și a comportamentului care stau la baza unei bune funcționări a economiei de piață.

3.1. Guvernarea și piața

Ne vom referi aici, în primul rând, la comportarea și practicile guvernului însuși.

Pentru economia de piață și pentru tranzitia la această economie, guvernarea reprezintă un factor determinant. Implementarea unei bune guvernări nu este nici ușoară, nici simplă. Pentru o economie în tranzitie, sarcina este deosebit de grea, deoarece statul trebuie să conducă însăși transformarea sa, în condițiile în care înțelegerea fundamentelor sale și a experienței instituțiilor pieței este limitată.

Buna guvernare pentru o economie de piață implică stabilirea instituțiilor de guvernare, care să permită piețelor să lucreze bine și să asigure protecția atât a nivelului de trai cât și a drepturilor populației.

O sarcină primordială pentru guvernare în condițiile economiei de piață este asigurarea

stabilității macroeconomice, respectarea legii și ordinii, inclusiv apărarea drepturilor primare de proprietate, ca responsabilități esențiale ale statului în economia de piață. Problema care se pune este cât de departe și în ce mod trebuie extins rolul statului, dincolo de aceste funcții primare.

Până aici am accentuat pe comportarea și practicile guvernului însuși. Însă, guvernarea eficientă necesită cooperarea și a altor agenți. În particular, în afacerile economice se cer practici sănătoase în întreprinderi. Aceste practici sănătoase nu sunt benefice doar pentru funcționarea economiei de piață, ci și pentru bunăstarea populației. Ele sunt, de asemenea, în interesul pe termen lung al întreprinderii, care urmărește realizarea de profit pentru acționarii săi, ca unul dintre cele mai importante aspecte ale mâinii "invizibile"⁷. Maximizarea profitului pentru acționari se realizează prin menținerea și dezvoltarea de relații bune, și în același timp corecte, cu clienții, furnizorii, muncitorii, finanțatorii, guvernul central și local adică, în general, cu toți cei care interacționează cu întreprinderea.

Se poate afirma că singura metodă eficientă de maximizare

a profitului pe termen lung este implementarea acestor practici și că un mediu de afaceri stabil și predictibil încurajează și recompensează activitatea în perspectivă. Nu este vorba, însă, numai de interesele acționarilor întreprinderii. Firmele sunt instituții care au atât drepturi, cât și obligații. Responsabilitățile implică standarde fundamentale de comportament și transparentă.

Codurile de conduită, care conțin principii generale de menținere și dezvoltare a relațiilor cu cei ce interacționează cu întreprinderea, sunt larg acceptate. Stabilirea lor în economiile capitaliste dezvoltate a necesitat multe decenii. Pentru țările în tranziție, introducerea rapidă a acestor practici reprezintă o sarcină crucială, la cărei îndeplinire un rol major îl au guvernele, instituțiile, firmele interne conducătoare, investitorii străini, instituțiile financiare interne și internaționale.

3.2. Guvernarea corporativă și restrukturarea întreprinderilor

Restructurările de întreprinderi care au loc în economiile în tranziție au fost motivate de creșterea concurenței produsă piață și înăsprirea constrângeri-

⁷ Termenul de "soundness of business practices" este uneori interșanțabil cu buna guvernare corporativă. Acest din urmă termen are, așa cum deja s-a arătat, o interpretare mai îngustă, limitată la relațiile dintre proprietari, acționari și alii deținători de miză în întreprindere.

lor bugetare. Chiar de la început, în țările Europei Centrale și de Est s-au realizat progrese substanțiale. S-a eliminat monopolul de stat asupra comerțului exterior și s-au redus restricțiile cantitative și calitative asupra importurilor și exporturilor. De asemenea, s-au redus substanțial subvențiile statului în economie. În același timp, însă au crescut în mare măsură arieratele în economie, în special în Bulgaria, România, R. Moldova. A crescut, de asemenea, volumul schimburilor realizate în sistem barter, în unele țări, ca Rusia și Ucraina, atingând proporții alarmante.

În multe țări ale regiunii, restructurarea a fost încetinită de implementarea ineficientă a legii falimentului. Cu toate că majoritatea țărilor au adoptat această lege, numărul falimentelor și al lichidărilor de întreprinderi a fost relativ redus, exceptând Ungaria unde se pare că numărul acestora a fost mai însemnat.

Un element important, cu rol în continuă creștere în restructurare, îl are procesul de privatizare și redistribuirea continuă a drepturilor de proprietate pe piețele nou create de valori mobiliare.

Deosebirile însemnante în strategiile de tranziție adoptate, ca și în organizarea și funcționarea piețelor de valori mobilia-

re și-au pus amprenta și asupra structurilor de guvernare corporativă, ale căror efecte asupra restructurării întreprinderilor au început să apară abia acum.

Un factor-cheie în analiza structurilor de guvernare corporativă care se dezvoltă în economiile de tranziție l-a constituit creșterea puterii transferate insiderilor. Într-un mare număr de țări, procesul de privatizare a generat controlul insiderilor asupra întreprinderilor. Acest lucru este valabil pentru țările Rusia, fostă Iugoslavia, România, dar și pentru o parte importantă a privatizărilor din Cehia și Polonia. Aceasta în timp ce, în majoritatea țărilor avansate, privatizarea a generat un model de guvernare corporativă care acorda un rol mai mare instituțiilor outsider, desău existat variații mari, atât în tipurile de instituții înființate cât și în proporția deținerii de miză în întreprinderile privatizate. Aceste instituții au inclus: investitori, diferite fonduri de investiții, companii holding, bănci și grupuri financiar-industriale s.a.

Pentru moment, este prea devreme să tragem concluzii definitive privind efectele structurilor de guvernare corporativă care se dezvoltă asupra restructurării întreprinderilor.

Structurile de proprietate și relațiile proprietari-manageri se pot schimba atât prin deciziile

guvernamentale sau private, cât și prin tranzacțiile efectuate pe piață. În prezent a devenit evident că modelele inițiale de guvernare corporativă stabilită în economiile în tranziție nu vor rămâne neschimbate în timp. Așa de pildă, în Polonia a slăbit prevalența proprietății insider, atunci când mize importante în întreprinderi-cheie au fost vândute unor investitori strategici prin investiții directe sau prin oferte publice. De asemenea, în Rusia, mari bănci sau grupuri finanțier-industriale, în unele cauzuri susținute de investitori străini, au devenit principalii actori în vânzarea părților detinute de stat, în mari întreprinderi. Toate acestea au dus la o anumită slăbire a controlului insiderilor în întreprinderi și la apărarea drepturilor acționarilor. În R. Cehă, continuarea privatizării părților statului - în principalele bănci - și conversia fondurilor de investiții - în companii holding și fonduri mutuale - pot avea o influență substanțială asupra modelului inițial de guvernare corporativă, care a rezultat din privatizarea prin vonchere. Totodată, percepția de către investitorii strategici a reducerii riscului în regiune deschide posibilitatea ca acești investitori să joace un rol mai mare în noile etape de privatizare din Bulgaria, R. Moldova, România și.a.

3.3. Privatizarea și guvernarea întreprinderilor

Pentru economiile în tranziție, problemele de guvernare corporativă sunt actuale pentru întreprinderile mijlocii și mari. Întreprinderile privatizate mici sau cele nou înființate nu sunt afectate de probleme deosebite de guvernare. În aceste firme, în mod obișnuit, există un proprietar sau un mic grup de proprietari, care sunt angajați și în managementul de zi cu zi al întreprinderii. Așa cum s-a mai arătat, în economiile de piață industrializate asigurarea funcționării firmelor de dimensiune mijlocie sau mare este de regulă delegată de către acționarii managerilor. Schimbările care urmează a se produce în management au în principal două cauze:

1. fie că acționarii apreciază întreprinderea ca slab performantă (pentru care este considerat responsabil managementul);
2. fie că un alt investitor percepe diferit folosirea acțiunilor (adică într-un mod mai profitabil).

Dacă firma are rezultate slabă, structura de guvernare existentă va da posibilitatea proprietarilor de a face presiuni în direcția îmbunătățirii performanțelor, inclusiv prin schimbarea managementului. Cealaltă alternativă privește firma, care, chiar dacă are performanțe satisfăcătoare

re, poate fi însumată de un investitor care anvizajează o utilizare diferită a resurselor firmei. Schimbarea în utilizarea activeilor are loc, de regulă, prin schimbarea proprietății, prin intermediul pieței de capital.

4. Guvernarea corporativă în economia în tranziție a României

În contextul temei examinată, obiectivul principal pentru România l-a constituit și îl constituie în continuare crearea unui sistem eficient de guvernare corporativă, potrivit condițiilor specifice țării noastre. Scopul urmărit este asigurarea controlului din partea insiderilor și outsiderilor pentru selectarea, motivarea și determinarea managerilor de a desfășura în întreprinderi o activitate eficientă pe termen lung, care să permită nu doar maximizarea funcției de utilitate a acestora, ci și satisfacerea intereselor tuturor detinătorilor de miză la întreprindere.

Pentru orientarea noastră în găsirea celor mai potrivite structuri de guvernare corporativă - așa cum s-a arătat mai înainte - dispunem, pe de o parte, de experiența unor țări cu economie de piață dezvoltată, iar pe de altă parte, de experiența țărilor care au pășit mai devreme sau mai târziu pe drumul tranziției.

Examinarea experienței țărilor dezvoltate a pus în evidență

existența a două modele alternative de guvernare corporativă și anume: sistemul outsider de tip anglo-american și sistemul insider de tip germano-japonez. Fiecare din aceste modele prezintă - așa cum s-a mai arătat - atât avantaje, cât și dezavantaje și au fost supuse unor numeroase critici, mai mult sau mai puțin întemeiate. Pe de altă parte, investigarea experienței fostelor economii conduse centralizat a relevat că în țările care au pășit pe drumul tranziției nu se poate vorbi încă de un model clar conturat de guvernare corporativă. Structurile de guvernare din aceste țări sunt în continuă schimbare, atât ca urmare a unor decizii guvernamentale și particulare, a progresului realizat în formarea și dezvoltarea cadrului instituțional, cât și a tranzacțiilor ce au loc pe piață, care au ca urmare transferul drepturilor de proprietate.

În România, crearea și dezvoltarea unui sistem eficient de guvernare corporativă sunt strâns legate de desfășurarea procesului de reformă, și de asemenea componente importante ale acesteia, cum sunt liberalizarea prețurilor și privatizarea întreprinderilor, precum și de crearea structurilor instituționale specifice economiei de piață. Dintre aceste componente, privatizarea asigură nu numai transferul de active ale sta-

tului către sectorul privat, ci și transferul puterii de control al proprietarilor asupra întreprinderilor.

Asupra desfășurării procesului de reformă și-au pus amprenta, ca și în cazul altor țări ale zonei, atât condițiile initiale de start către economia de piață, cât și modul de desfășurare a reformei.

În ceea ce privește condițiile de start trebuie menționat că România în momentul intrării în tranziție prezenta, față de alte țări ale zonei, unele dezavantaje, dar și unele avantaje evidente. Astfel, în pofida așa-numitei autoconduceri muncitorești, sistemul existent în România era dintre cele mai centralizate, iar controlul de către statal întreprinderilor era omniprezent. De asemenea, în România, spre deosebire de țări vecine ca Ungaria, Polonia și Cehoslovacia, nu a existat o perioadă de pre-reformă, începută încă din perioada comunistă, de natură a șura crearea unor condiții pentru trecerea la economia de piață. De menționat este și faptul că, în țara noastră, privatizarea de masă a început mai târziu cu câțiva ani față de țările vecine. Cu toate acestea, comparativ cu alte țări din regiune, România a avut și unele premise favorabile pentru a realiza o privatizare rapidă, dar pe care nu le-a pus în valoare. Este vorba de sistemul așa-numite-

lor "părți sociale" (aproximativ 2 miliarde de dolari), care în loc să fie folosite în acest scop au fost returnate depunătorilor din motive populiste, ceea ce a dus la decapitalizarea întreprinderilor, dezechilibrarea cererii și a ofertei și impulsarea inflației. Remarcabil este și faptul că, spre deosebire de țările vecine, România nu avea datorii externe, ci dimpotrivă dispunea de o rezervă valutară substanțială de aproape 3 miliarde de dolari.

În ceea ce privește reforma și în special privatizarea, este de menționat că datorită unei serii de cauze acestea s-au desfășurat foarte lent. Cu toate acestea, a avut loc o scădere a influenței directe a statului asupra economiei, au apărut noi actori economici și au început să funcționeze, chiar dacă imperfect, unele mecanisme ale economiei de piață, creând bazele unui nou sistem de guvernare corporativă. Remarcabil este faptul că, în urma procesului de privatizare de masă, a rezultat o proprietate foarte dispersată, compusă dintr-un mare număr de acționari, fiecare deținând un număr redus de acțiuni, în general pasivi în relația cu întreprinderile. De asemenea, la managerii întreprinderilor s-a format un comportament care acordă prioritate dezvoltării pe termen scurt, în defavoarea dezvoltării de perspectivă. Asemenea trăsături le-am remarcat deja la

sistemul de guvernare anglo-american. Aceasta însă, aşa cum se va arăta în continuare, nu înseamnă că în România există modelul outsider de guvernare corporativă.

Negativ în cazul României este și faptul că numeroase întreprinderi mari și mijlocii, care au rămas ale statului, în realitate nu sunt practic supuse nici unui control. Așa cum se afirmă într-o revistă economică a Casei de Editură "Capital", din octombrie 1998 "La noi nu există o activitate de control și urmărire a felului în care este administrată proprietatea statului". Această lipsă de control, alături de alte cauze, determină în numeroase cazuri, de care presa abundă, un management neperformant și o eficiență redusă a activității întreprinderilor.

În perioada de după anul 1989 a avut loc, de asemenea, reforma sistemului bancar, prin înființarea băncilor comerciale, dar unele dintre acestea sunt cu capital de stat sau majoritar de stat. S-a înființat piața valorilor mobiliare, prin crearea bursei de valori și a pieței secundare RASDAQ, care au însă un caracter emergent, având un volum de tranzacții redus.

Ca și în alte țări în tranziție a crescut în măsură importantă rolul insiderilor, în special al

managerilor, determinat atât de insuficienta clarificare a drepturilor de proprietate, dar și de exigența unui acționariat dispersat, insuficient implicat în controlul managementului întreprinderilor⁸.

Având în vedere condițiile specifice ale țării noastre, ar fi important să stim și către ce fel de model de guvernare corporativă urmează să ne îndrepătam. Așa cum s-a arătat, modelul outsider anglo-american se bazează pe o proprietate dispersată, pe o piață de capital care funcționează bine și pe care informațiile privind evaluarea valorii companiilor și a perspectivelor acestora sunt relativ corecte.

În situația economiei românești, aflată în plin proces de tranziție, aceste condiții nu sunt încă îndeplinite. Tranzacțiile efectuate la bursă sunt putine și în scădere. Pretul acțiunilor nu reflectă încă valoarea corectă a întreprinderilor, informația este insuficientă, micșorând capacitatea proprietarilor existenți sau potențiali de a monitoriza performanța întreprinderii. Cauzele constau în lentoarea reformei și în regresul economiei reale. Lipsa unor strategii economice generale și de întreprindere, ca și posibilitățile reduse de previzionare corectă a inflației deter-

⁸ Desigur, aceasta nu înseamnă că în România există un model de guvernare corporativă de tip insider.

mină ca informațiile de care se dispune să nu satisfacă cerințele de predictibilitate, privind evoluțiile sectoriale și de întreprindere posibile.

Este știut că existența unui număr mai redus de acionari, fiecare deținând un număr mare de acțiuni este mult mai activ în monitorizarea managerilor din întreprinderi. Însă în România, aşa cum s-a arătat deja, în urma procesului de privatizare de masă a rezultat un acionariat numeros, în cadrul căruia fiecare acționar deține un număr redus de acțiuni. În aceste împrejurări, câștigurile acționarilor individuali sunt mai mici comparativ cu costurile de monitorizare active și, deci, este mai bine să se profite de eforturile de monitorizare ale altora. Recunoaștem aici fenomenul despre care aminteam mai înainte al profitului fără plată (*free riding*).

La un acionariat concentrat (cum este în cazul modelului germano-japonez), câștigurile acționarilor sunt mai mari, iar monitorizarea activă mai profitabilă. Însă nici modelul german nu poate fi aplicat, deoarece acesta presupune pe lângă o proprietate concentrată și un sistem puternic de instituții financiare care să exerce rolul de supraveghere a managementului întreprinderilor, pe baza informațiilor ce le dețin ca insideri. La noi, datorită faptului că multe instituții financiare sunt încă în mâna statului sau

controlate de stat, stimulentul de a exercita funcțiile de supraveghere a managementului întreprinderilor este mult mai redus. De asemenea, pericolul înțelegerilor secrete, între managementul întreprinderilor și instituțiile financiare, specific modelului insider este mai mare în România, ca de altfel și în alte țări aflate în tranziție, decât în unele țări occidentale.

În concluzie se poate afirma că, în prezent, în România există elemente de guvernare corporativă specifice atât modelului outsider, cât și modelului insider. Este însă evident că dezvoltarea unui anumit model de guvernare corporativă nu poate fi lăsată pe seama unei dezvoltări spontane, care ar necesita mult timp și s-ar dovedi foarte costisitoare. De aceea se impune accelerarea măsurilor care vor fi luate în continuare, în direcția clarificării drepturilor de proprietate, a transferului acestor drepturi, a concentrării acționariatului, a dezvoltării pieței de capital, a creșterii rolului instituțiilor financiare și al privatizării băncilor, a reabilitării fondurilor mutuale care vor contribui la acumularea condițiilor necesare pentru asigurarea predominanței unuia sau altuia din modelele de guvernare corporativă examineate.

Există argumente demne de luat în seamă că, încă de pe acum, ar trebui optat pentru un anumit model de guvernare

corporativă. În acest sens trebuie arătat că, sistemul germano-japonez de guvernare corporativă bazat pe bănci se pretează la o implementare mai rapidă și mai usoară, decât modelul în care primează piața de capital. Aceasta deoarece, construirea unui sistem bursier viabil și funcțional necesită o perioadă de timp îndelungată. În afară de aceasta, băncile pot juca un rol important în privatizare. Pe cât se pare, în această direcție au acționat și alte economii în tranzitie, cum ar fi, de pildă, cea a Republicii Cehe, în care actorii principali ai privatizării au fost băncile, care au întemeiat companiile de investiții, în scopul atragerii de puncte voncher de la populație și investirii acestora în companiile privatizate. O altă trăsătură a modelului german de guvernare corporativă observată în Republica Cehă este și apariția acționariatului încrucisat. De asemenea, băncile poloneze au participat activ în programul de privatizare în masă.

În literatura economică s-a exprimat uneori teama că marile bănci vor începe să domine puternic sectorul întreprinderilor.

Note bibliografice

1. Albert, M. (1994), *Capitalism contra capitalism*, Fundația Soros, p. 13.
2. Backhaus, J., and F. Stephen (1997), *Privatizarea de masă, structuri de guvernare și mediul legal și economic adecvat: o investigație teoretică și empirică*, Manuscris.
3. Berglof, E. (1990), *Corporate Control and Financial Deregulation*, *Wirtschaftspolitische Blatter*, vol. 37, No. 2/3, p.145-154.

Rămâne de văzut dacă asemenea temeri vor fi sau nu confirmate. În orice caz, pentru economiile în tranzitie privatizarea băncilor, instituirea concurenței bancare, crearea unui cadru instituțional și legal de reguli prudentiale și de supraveghere bancară reprezintă importante cerințe pentru monitorizarea eficientă a întreprinderilor.

Indiferent însă de alegerea ce se face, trebuie observat că, dacă modelele existente de guvernare corporativă pot duce la aceleași rezultate în țările avansate economic, rezultatele pot fi diferite când sunt utilizate în economiile în tranzitie, datorită condițiilor de start și de desfășurare a activității economice, foarte mult diferite de cele ale țărilor avansate. În același timp, aşa cum remarcă unii autori (Frydman; Rapaczinsky, 1992), dat fiind faptul că riscul de faliment este mai mare în economiile în tranzitie, decât în cele avansate, primele pot încerca să stabilească un aranjament instituțional care conține în sine anumite mecanisme de autocorreție, care pot fi realizate după implementarea unui sistem de relații insider bine consolidat.

4. Corbert J., and C.Mayer (1992), Financial Reform in Eastern Europe: Progress with the Wrong Model, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 7, Nr. 4, p. 57-76.
5. Cosh, A.D., A.Hughes, A.Singh, J.Carty and J.Plander (1990), *Takeovers and Short Terminism in the U.K.* Institute for Public Policy Research, London.
6. Edwards, J. and K.Fisher (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge.
7. Franks, J., and C.Mayer (1990), Takeovers, *Economic Policy*, vol. 10, p. 172, 187.
8. Frydman, R., and A.Rapaczynski (1994), Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away, CEU Press.
9. Grundfest, J. (1990), Subordination of American Capital, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 89-116.
10. Kaplan, St. (1994), Top Executive, Turnover and Firm Performance in Germany, *Journal of Law Economics and Organization*, vol. 10, No. 1/1994, p. 142-159.
11. Masahito, A. (1995), Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks, *The World Bank*, p. 59.
12. Maynard, H.B. (1997), Al patrulea val, Editura Antet, p.55-56.
13. Milgrom, P., and J.Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, p. 443.
14. Naneş, M. și Ion M. (1997), Privatizarea de masă. Implicații asupra guvernării corporatiste, IEN.
15. Nunnenkamp, P. (1995), The German Model of Corporate Governance, *Kiel Institute of World Economics*, p. 5-11.
16. Pavelescu, Fl. (1998), Guvernanta corporativă în economiile în tranziție, *Tribuna economică*, nr. 32/1998.
17. Porter, M. (1992), Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, *Harvard Business Review*, vol.70 (sept./oct.), p. 65-82.
18. Spremann, K. (1995), Comment on Sherwin Rosen, Managerial Compensation, Control and Investment, în: H. Siebert (ed.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Tübingen, p. 166.
19. Wenger, E. (1994), Anmerkung zum Beschluss des Kammergerichts, Berlin din 6.08.1993. Zip Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, vol. 14, p. 78.
20. Williamson, O.E. (1992), Private Ownership and the Capital Market, în: H. Siebert (ed.), *Privatization. Symposium in Honor of Herbert Giersch*, Tübingen, p. 35.