

**Instabilitatea financiară
și inadvertențele
guvernanței corporative**

Centrul de Cercetări Financiare și Monetare „Victor Slăvescu”

Iulia LUPU (Coordonator)

Tudor CIUMARA

Adina CRISTE

**Instabilitatea financiară
și inadvertențele
guvernanței corporative**



EDITURA UNIVERSITARĂ
București, 2015

Colecția ȘTIINȚE ECONOMICE

Redactor: Gheorghe Iovan
Tehnoredactor: Ameluța Vișan
Coperta: Monica Balaban

Editură recunoscută de Consiliul Național al Cercetării Științifice (C.N.C.S.) și inclusă de Consiliul Național de Atestare a Titlurilor, Diplomelor și Certificatelor Universitare (C.N.A.T.D.C.U.) în categoria editurilor de prestigiu recunoscut.

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

LUPU, IULIA

Instabilitatea financiară și inadvertențele guvernantei corporative / Iulia Lupu (coord.), Tudor Ciumara, Adina Criste. – București : Editura Universitară, 2015

Bibliogr.

ISBN 978-606-28-0188-5

I. Ciumara, Tudor

II. Criste, Adina

336

DOI: (Digital Object Identifier): 10.5682/9786062801885

© Toate drepturile asupra acestei lucrări sunt rezervate, nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul Editurii Universitare

Copyright © 2015

Editura Universitară

Editor: Vasile Muscalu

B-dul. N. Bălcescu nr. 27-33, Sector 1, București

Tel.: 021 – 315.32.47 / 319.67.27

www.editurauniversitara.ro

e-mail: redactia@editurauniversitara.ro

Distribuție: tel.: 021-315.32.47 / 319.67.27 / 0744 EDITOR / 07217 CARTE

comenzi@editurauniversitara.ro

O.P. 15, C.P. 35, București

www.editurauniversitara.ro

CUVÂNT-ÎNAINTE

Problematica legată de instabilitatea financiară este o constantă în cercetarea economică.

Contribuții teoretice fundamentale au pus în lumină cauzele structurale și conjuncturale ale instabilității, dar actele și faptele actorilor economici sunt ghidate de interese și mai puțin de teoriile și lecțiile din manuale. Nici chiar lecțiile trăite nu sunt ținute minte multă vreme. Instabilitatea însăși este o constantă a vieții economice și s-ar putea crede că oamenii sunt obișnuiți cu ea. Totuși, deși se manifestă la toate nivelurile organismului economic, anumite componente sunt mai sensibile și mai receptive la acțiunea factorilor generatori și mai puternic poziționate în zone care transmit efecte contaminate. Amplitudinile în creștere și fazele acute ale oscilațiilor dau naștere la îngrijorări și întrebări, nemulțumiri și reproșuri la adresa celor care sunt prezumați a servi ca oracol sau pavăză pentru primejdie. Printre ei, cercetătorii care, deși sunt prezenți și spun tot timpul ceea ce iscusința, inspirația și stăruința îi ajută să deslușească în încrângătura mereu mai complicată a organismului economic și ceea ce ar trebui urmărit cu consecvență pentru evitarea convulsiilor, sunt așteptați însă cu soluții miracol pentru surmontarea momentelor de mare tensiune.

S-a dovedit, de-a lungul timpului, că a preveni este mult mai puțin costisitor decât a trata și pentru mulți actori economici aceasta este o lecție însușită. Dar și prevenția devine o misiune dificilă într-un context globalizat, în care condițiile și cadrul corporatist și instituțional al deciziilor se schimbă rapid

și imprevizibil. De aceea aplecarea stăruitoare și continuă asupra elementelor schimbării și a mecanismelor care le determină și le explică constituie o necesitate.

În acest context, observăm că preocupările pentru guvernanța corporativă au crescut, nu numai în sensul unei mai bune valorificări a datelor statistice, ci și, mai ales, în direcția conștientizării rolului acesteia pentru dezvoltarea economică și financiară, pentru reflectarea creșterii economice asupra mediului social în ansamblu.

Abordarea valențelor guvernantei corporative într-un context mai larg de reformă instituțională, și nu numai la nivel de companie, ca un aparat pentru optimizarea managementului public și pentru promovarea reformelor orientate către piață poate fi premisa unei dezvoltări, pe termen lung și fără convulsiile care au marcat societatea și al căror ecou încă nu s-a stins, a piețelor financiare. Tocmai din acest motiv, prezența în planul de cercetare academică a unei direcții precum „Studiul instabilității economice și a politicilor de stabilizare în noile condiții ale financiarizării economiilor și creșterii complexității, rezilienței și vulnerabilității proceselor economico-sociale și sistemelor instituționale”, se justifică pe deplin iar comunicarea pe parcurs a concluziilor își dovedește utilitatea.

Lucrarea „**Instabilitatea financiară și inadvertențele guvernantei corporative**” se bazează pe rezultatele, aduse la zi, ale cercetărilor întreprinse la nivelul Centrului de Cercetări Financiare și Monetare „Victor Slăvescu”, materializate într-un studiu realizat în 2014. Lucrarea prezintă reflecțiile, ideile și concluziile echipei de cercetare, într-un context încă problematic și marcat de frământări. Fără pretenția exhaustivității sau a infailibilității, autorii propun o panoramă a peisajului corporativ, de interes atât pentru corporatiștii financiari înșiși, cât și pentru reglementatori, ambele categorii având posibilitatea să ia cunoștință cu imaginea văzută din afară, cu pasajele clare sau

mai puțin vizibile și să încorporeze în practicile lor experiențe, idei și, de asemenea să reflecteze asupra temelor susceptibile să le ridice în cale noi valuri și obstacole generatoare de pierderi. Studiul a fost realizat de către un colectiv format din cercetători ai Centrului de Cercetări Financiare și Monetare „Victor Slăvescu” din cadrul Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu” din Academia Română, preocupați de găsirea unui răspuns sau a unor elemente utile de răspuns, la problema complicată a concilierii interesului public cu cel privat, în promovarea unei guvernante corporative care să nu lase în plan secund sau în grija altor structuri ale societății obiectivul stabilității financiare. Este acesta un motiv serios ca autorii să fie încurajați să-și prezinte public rezultatele cercetării, și de a exprima speranța că acestea vor atrage atenția factorilor interesați. Paginile ce urmează reprezintă o lectură utilă pentru specialiști și pentru cititorul din ce în ce mai atent la evenimente care îi pun în cumpănă economiile personale, proiectele de investiții și chiar condițiile de viață pentru care a consumat energie și încredere.

Dr. Constantin Marin,
Director,
Centrul de Cercetări Financiare și Monetare „Victor Slăvescu”

CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE	5
INTRODUCERE	11
1. STABILITATEA FINANCIARĂ DE LA O CARACTERISTICĂ PENTRU BUNĂ FUNȚIONARE LA OBIECTIV DIRECT.....	15
2. RELAȚIA DINTRE GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ.....	19
2.1. PROBLEME LEGATE DE GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ÎN INSTITUȚIILE FINANCIARE	22
2.2. PROBLEME DE REGLEMENTARE.....	24
2.3. REPREZENTAREA STATISTICĂ A INDICATORILOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATIVĂ.....	27
2.4. ROMÂNIA - PROBLEME DE TRANSPARENȚĂ ȘI CALITATE A INVESTITORILOR ROMÂNI COMPARATIV CU CEI STRĂINI.....	43
3. INTRODUCEREA UNOR ELEMENTE CULTURALE. EFECTUL REPUTAȚIEI.....	46
3.1. ROLUL ELEMENTELOR CULTURALE ÎN STABILIREA STRATEGIILOR.....	46
3.2. ELEMENTELE CULTURALE ȘI GUVERNANȚA CORPORATIVĂ.....	50
3.3. RISCUL REPUTAȚIONAL.....	52

4. CONFLICTUL DE INTERESE - ABORDAREA DIVERSELOR PERECHI DE CONFLICTE.....	57
4.1. INTERESUL PRIVAT VERSUS INTERESUL PUBLIC.....	57
4.2. STABILITATEA FINANCIARĂ LA NIVEL MICRO ȘI MACROECONOMIC.....	60
4.3. TIPURI DE CONFLICTE SPECIFICE BĂNCILOR.....	60
5. NECESITATEA DE A INTRODUCHE ELEMENTE ÎMBUNĂTĂȚITE PRIVIND GUVERNANȚA CORPORATIVĂ	65
5.1. INIȚIATIVE DE REFORMĂ PENTRU GUVERNANȚA CORPORATIVĂ LA NIVEL INTERNAȚIONAL	65
5.2. INIȚIATIVE DE REFORMĂ PENTRU GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ÎN ROMÂNIA	70
6. CONSIDERAȚII FINALE.....	75
LISTĂ FIGURI.....	103
LISTĂ TABELE	103
LISTĂ ANEXE.....	104
BIBLIOGRAFIE.....	105

INTRODUCERE

În urma turbulențe financiare din ultimii ani au apărut încercări de restructurare a economiilor țărilor din întreaga lume și eforturi de înțelegere a cauzelor și dinamicii crizelor financiare. În aceste condiții, există o recunoaștere tot mai mare pe glob a importanței bunelor practici privind guvernanta corporativă în menținerea stabilității financiare, criza financiară relevând deficiențe importante în această direcție. Standardele existente, care sunt voluntare, de multe ori nu reușesc să asigure un mediu de afaceri robust. Prin lucrarea de față ne-am propus să contribuim la această dezbatere, inclusiv prin descrierea rolului mecanismelor de guvernanta corporativă în încurajarea practicilor de gestionare a riscurilor și în consolidarea sistemului financiar, astfel încât să poată rezista tulburărilor financiare.

Fiecare decizie de politică economică are la bază un set de obiective și instrumente specifice, dar politica privind stabilitatea financiară are un caracter destul de imprecis, neexistând o definiție clară a stabilității financiare și nici modalități precise de măsurare. Obiectivul stabilității financiare nu poate fi clar formulat și formalizat, atâta vreme cât țintele vizate nu sunt bine delimitate, așa cum este formulat, de pildă, obiectivul stabilității prețurilor, prin strategia țintirii inflației. O asemenea relație se oglindește în sfera asumării responsabilității în privința politicii monetare și a politicii de stabilitate financiară. În timp ce responsabilitatea pentru politica

monetară și controlul acesteia revin unei singure instituții, fiind apanajul băncii centrale, responsabilitatea pentru stabilitatea financiară și controlul instrumentelor pentru acest domeniu sunt de regulă distribuite între mai multe instituții. Dacă la nivel macroeconomic avem măcar aceste delimitări, la nivelul companiilor sporirea profitului este considerată de cele mai multe ori o prioritate firească în detrimentul afectării (ne)intenționate a stabilității financiare, acestea putând chiar utiliza efectele instabilității pentru sporirea bunăstării proprii, afișând astfel un caracter egoist.

După criza financiară, atât specialiștii din mediul academic cât și practicienii au început să dea mai multă atenție subiectelor legate de guvernanta corporativă, aceasta fiind considerată un element stabilizator din punct de vedere financiar sau dimpotrivă, o sursă de instabilitate. Unele companii, în special cele listate la bursele de valori, au reacționat la constrângerea *stakeholderilor*¹ și au decis să reanalizeze și să reformeze principiile de guvernanta corporativă, acordând atenție riscurilor financiare, dar și celor nefinanciare, având însă în vedere faptul că sunt necesare abordări diferite în funcție de sectorul de activitate, dimensiunea companiilor și tipul lor de proprietate (companii private sau publice).

Nu numai criza financiară, dar și alte amenințări ce nu au fost abordate într-un mod corespunzător și pot avea efecte negative semnificative asupra acționarilor și *stakeholderilor*, pot reflecta eșecul guvernantei corporative. În cazul în care acționarii sunt afectați în primul rând de aceste efecte negative și deoarece sunt primii care reacționează de obicei la veștile

¹ Conform principiilor OCDE sunt alte organisme sau categorii de persoane cu interese majore în desfășurarea și rezultatele activităților firmei. De exemplu: creditorii, furnizorii, angajații etc.

proaste, impactul unei guvernante corporative improprii este transmis către întreaga economie.

Rolul companiilor multinaționale devine tot mai important, deoarece acestea se răspândesc în întreaga lume, omogenizând cele mai bune practici ale guvernantei corporative. La nivel internațional, instituții precum Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) și Banca Mondială au încercat să promoveze norme standard pentru principiile de bună guvernare corporativă, dar înțelegerea și punerea lor în aplicare este diferit înțeleasă.

În timp ce problema unor coduri adecvate de bună guvernanta corporativă a intrat în atenție destul de recent, la începutul anilor nouăzeci, ideea unui standard ridicat pentru calitatea procesului decizional este destul de veche și revine în atenție după fiecare criză financiară.

De aceea, obiectivele avute în vedere în lucrarea de față vizează clarificarea conceptelor elementare, identificarea și analizarea impactului destabilizator al structurilor slabe (ale guvernantei corporative) asupra stabilității sistemului financiar; stabilirea deficiențelor în mecanismele de guvernanta corporativă din sectorul financiar, care contribuie la instabilitatea financiară; introducerea unor elemente îmbunătățite privind guvernanta corporativă, în procesul de restructurare a economiei; analiza statistică a problemelor menționate.

Metodologia folosită în cadrul lucrării constă în analize logice, descriptive, comparative, interpretarea realităților, în explorarea bibliografică prin identificarea principalelor tendințe în domeniu, în ilustrarea și argumentarea enunțurilor, îmbogățite cu exemple și prin utilizarea metodelor statistice.

Alegerea temei de cercetare a fost motivată de actualitatea și importanța ei evidentă, iar proiectul rezultat reprezintă o aprofundare și o completare a studiilor anterioare (Lupu 2005a, 2005b, 2006, 2011, 2014) având în vedere că urmărește

să răspundă unor provocări generate de conjunctura actuală a economiei globale. Lucrările anterioare constituie o bază de documentare pentru acest proiect, la care se adaugă o nouă listă bibliografică, amplă și diversificată, în care sunt prezente cele mai importante referințe din domeniu, cuprinzând atât literatura din străinătate, cât și autori români.

În această lucrare ne-am propus să dezvoltăm relația dintre guvernanta corporativă și stabilitatea financiară, una indirectă în opinia noastră. Faptul că de obicei companiile nu sunt obligate să urmărească stabilitatea financiară, cu excepția cazului în care legislația sau alte elemente specifice de reglementare o impun, în special în cazul companiilor care operează în sistemul financiar, poate duce la riscuri sistemice, ce sprijină contagiunea financiară.

Am considerat necesară împărțirea proiectului de cercetare în cinci capitole, la care se adaugă un capitol final ce conține concluziile. În primul capitol încercăm surprinderea elementelor care au dus la transformarea stabilității financiare de la o caracteristică pentru buna funcționare la un obiectiv direct. Partea a doua este dedicată legăturii dintre guvernanta corporativă și stabilitatea financiară, urmând ca în capitolul al treilea să identificăm anumite caracteristici ale guvernantei corporative cum sunt elementele culturale și riscul reputațional. În partea a patra ne orientăm analiza către elementele care pot duce la conflicte de interese (public-privat, micro-macro). Spre final sunt discutate câteva inițiative privind îmbunătățirea guvernantei corporative, atât pentru România, cât și la nivel mondial.

STABILITATEA FINANCIARĂ DE LA O CARACTERISTICĂ PENTRU BUNA FUNȚIONARE LA OBIECTIV DIRECT

Stabilitatea financiară, și mult mai des în ultima perioadă instabilitatea financiară reprezintă subiectul multor discuții din articolele științifice. De obicei, la nivel național, stabilitatea financiară este obiectivul principal al băncilor centrale naționale. Astfel, potrivit lui Caruana (2014), înainte de criză, doar două treimi dintre băncile centrale aveau un mandat explicit pentru stabilitatea financiară. La nivel internațional, reglementatori precum Comitetul de la Basel sau alte instituții financiare internaționale fac toate demersurile posibile pentru a contrabalansa instabilitatea.

După instalarea crizei, lista de instrumente benefice și eficiente pe care autoritățile le pot folosi se scurtează. Din acest motiv sunt valoroase și necesare politicile de prevenire. Rolul politicilor macroprudențiale a crescut, fiind create noi instituții și noi acorduri speciale între băncile centrale, guverne și alte agenții, ținând seama de diversitățile economice și politice, ce întotdeauna au o influență din partea elementelor culturale.

Stabilitatea financiară conferă sistemului financiar „reziliența” de care acesta are nevoie pentru a diminua, disipa sau chiar absorbi șocurile și dezechilibrele macroeconomice. În acest sens, atingerea unui grad satisfăcător al stabilității financiare contribuie la diminuarea riscurilor întreruperii sau funcționării deficitare a procesului de intermediere financiară.

Asigurarea stabilității necesită identificarea principalelor surse de risc și vulnerabilitate ale sistemului, gestionarea corectă a riscurilor putând preveni apariția crizelor financiare și putând stimula creșterea economică.

Așa cum remarcam în alte lucrări (Lupu et al., 2013), stabilitatea financiară se referă la capacitatea sistemului financiar de a facilita și de a dezvolta procesele economice, de a gestiona riscurile și de a absorbi șocurile. Definițiile cu privire la stabilitatea financiară existente în documentele oficiale sunt cele date de băncile centrale. Astfel, potrivit Băncii Naționale a Cehiei sau Autorității Serviciilor Financiare din Marea Britanie, stabilitatea financiară este acea situație în care sistemul financiar operează fără eșecuri serioase sau efecte nedorite asupra evoluției prezente și viitoare a economiei în ansamblu având o structură care îi permite rezistența la șocuri. Deutsche Bundesbank (2003) consideră că stabilitatea financiară este asigurată de o funcționare a sistemului care permite alocarea eficientă a resurselor, disiparea riscurilor și asigurarea plății datoriilor chiar și în situații de criză, de șoc sau de modificări structurale profunde. Potrivit Băncii Naționale a României (2006), stabilitatea este acea caracteristică a sistemului financiar de a face față șocurilor sistemice pe o bază durabilă și fără perturbații majore, de a aloca eficient resursele și de a identifica și gestiona eficient riscurile.

Banca Centrală Europeană (2013) consideră că stabilitatea financiară este condiția în care sistemul financiar (compus din intermediari financiari, piețe și infrastructura pieței) este capabil să reziste șocurilor și să elimine dezechilibrele financiare, prin aceasta reducând riscul unor întreruperi în procesul de intermediere financiară care sunt destul de grave încât să afecteze semnificativ alocarea resurselor economisite către oportunități de investiții profitabile.

Schinasi (2004) pornește de la o suită de principii pentru a defini stabilitatea financiară. Astfel, date fiind legăturile dintre componentele sistemului financiar și sectoarele economiei reale (firme, gospodării, sector public), distorsiunile din orice componentă individuală pot submina stabilitatea generală, fiind necesară o abordare sistemică a problemei stabilității financiare. De asemenea, stabilitatea financiară presupune nu numai o alocare eficientă a resurselor, o sporire a averii și o susținere a creșterii economice, ci și o funcționare cursivă a întregului sistem de plăți din economie. Stabilitatea financiară este dată și de capacitatea sistemului financiar de a preveni și de a remedia distorsiunile apărute sau potențiale care ar putea să afecteze funcționarea sistemului financiar în ansamblu și implicit activitatea economică. Ea derivă și dintr-o funcționare fără blocaje a economiei reale.

Distorsiunile din sistemul financiar care au consecințe negative pe scară largă asupra activității economice sunt cele care produc instabilitate financiară. Stabilitatea financiară trebuie să fie asigurată în mod continuu, fiind o caracteristică dinamică dată de existența unor modificări continue care se produc în sistemul financiar (prin producerea de șocuri, inclusiv inovații). Astfel, stabilitatea financiară este relativă, depinzând de condițiile existente la un moment dat. Mai mult, stabilitatea financiară nu este o caracteristică imuabilă a sistemului financiar, ci este o stare care permite dezvoltarea acestuia în concordanță cu economia reală.

Recenta criză financiară globală a demonstrat pe de o parte importanța asigurării funcționării unui sistem financiar stabil, iar pe de altă parte necesitatea abordării în ansamblu a sistemului financiar, nu doar la nivelul componentelor sale luate separat. Un sistem financiar stabil include o bună funcționare a pieței financiare, o deteriorare severă a pieței financiare putând prejudicia imprezibil economia reală.

După cum se menționează într-un document al Băncii Centrale Europene (2012), originile instabilității financiare sunt de obicei identice: „neconcordanțe bilanțiere, efectul de levier ridicat și o creștere foarte rapidă a instituțiilor financiare”. Într-un fel, toate aceste elemente sunt interconectate cu guvernarea corporativă.

RELAȚIA DINTRE GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ

Relația dintre guvernarea corporativă și stabilitatea financiară este una **indirectă**, companiile neavând obligația de a urmări stabilitatea financiară, cu excepția cazurilor în care legislația sau anumite regulamente o impun. Interesant este că, neavând astfel de obiective, firmele mari și mai ales cele care operează în sistemul financiar pot antrena riscuri sistemice, susținând contagiunea financiară. Probleme clasice, precum remunerarea managementului de nivel înalt, componența și independența consiliului de administrație, teoria agentului sau probleme privind corecta evaluare, sunt avute în vedere pentru a analiza modul în care acestea afectează stabilitatea financiară.

Principiile OCDE definesc guvernarea corporativă ca fiind *„un set de relații între conducerea unei companii, consiliul său, acționarii săi, precum și stakeholderi. Guvernarea corporativă prevede, de asemenea, structura prin care sunt stabilite obiectivele firmei, precum și mijloacele de atingere a acestor obiective și de monitorizare a performanței. Buna guvernare corporativă ar trebui să ofere stimulente adecvate pentru consiliul de administrație și management, aceștia trebuind să urmărească obiective care sunt în interesul societății și acționarilor săi și ar trebui să faciliteze o monitorizare eficientă. Prezența unui sistem eficient de guvernare corporativă, în cadrul unei întreprinderi individuale sau de grup și*

într-o economie în ansamblul său, ajută pentru a oferi un grad de încredere care este necesar pentru buna funcționare a unei economii de piață". Reprezentarea grafică a sistemului guvernantei corporative se regăsește în Anexa nr. 1.

În urmă cu peste un deceniu, în ediția din 2004 a „Principiilor de guvernare corporativă”, OCDE a menționat că guvernarea corporativă este foarte importantă pentru stabilitatea financiară și pentru creșterea economică, prin asigurarea credibilității și încrederii pentru investitori și *stakeholderi* în general.

După cum s-a menționat în Ananchotikul și Eichengreen (2009), calitatea guvernantei corporative nu este doar o reflecție a dezvoltării financiare, dar aceasta o poate afecta într-un mod pozitiv.

S-a observat că, în mod natural, după fiecare perioadă de dificultăți financiare, standardele de guvernare corporativă au suferit revizuirii în urma cererilor de îmbunătățire larg acceptate, adresate unor caracteristici sau elemente purtătoare de îngrijorări deosebite.

Nerespectarea principiilor OCDE și punctele slabe ale guvernantei corporative care au contribuit recent la instabilitatea financiară sunt legate de elemente centrale, care sunt pe larg discutate în literatura de specialitate - standardele de contabilitate și sistemele de remunerare care au încurajat luarea unor decizii riscante, în timp ce era compromis interesul pe termen lung al companiilor. Standardele de contabilitate au jucat un rol important, contribuind la instabilitatea financiară, dar influența lor a fost semnificativă mai degrabă pentru companiile din sectorul financiar. În ceea ce privește stimulentele și remunerarea pentru managementul de vârf, deși a fost o problemă larg dezbătută de mult timp, aceasta rămâne un aspect vicios esențial, nerezolvat la momentul apariției crizei.