

Integrarea globală a piețelor financiare și impactul asupra guvernantei corporative a firmelor locale

Radu Musetescu
REI- ASE

Among the many forms the process of contemporary financial globalization takes, one of the most challenging is the search of the firms to raise capital in other countries. The effects of such a process are very complex and challenge the traditional wisdom. Such firms, even if they bear a certain nationality, are confronted with totally different set of environmental forces and their corporate governance resembles more to the system of the country of listing than their own country. Japan, with its specific corporate governance, offers however a lot of case-studies.

Kez words: *guvernanta corporativă, globalizarea piețelor financiare, listare încrucișată, American Depository Receipts*

Economia politică clasică a avut un cadru de analiză extrem de simplu: între economiile naționale există schimburi comerciale desfășurate predominant sub forma exporturilor și importurilor. Agenții economici dintr-o economie națională erau de cetățenie locală și respectau legile locale. Ulterior, după al Doilea Război Mondial, acest cadru de analiză devine caduc. Nu mai avem de-a face cu economii naționale în care agenții economici sunt exclusiv de cetățenie locală. Apar investițiile străine directe, respectiv pătrunderea unui agent economic dintr-o țară într-o altă țară. Din acest moment, multe din legitățile anterior enunțate (de genul: un deficit al balanței comerciale va avea un impact negativ asupra economiei naționale) nu mai sunt valabile sau cel puțin trebuie privite dintr-o perspectivă mai complexă. Apar concepte precum arbitrajul fiscal, comerțul captiv (intra-firmă), prețurile de transfer, refacturarea, paradisesele fiscale șamd care certifică faptul că cercetătorul care se rezumă la o singură dimensiune a analizei economice riscă să își piardă din relevanță. De exemplu, evaluarea politicii comerciale și a comportamentului agenților economici pe piața internațională care nu ia în considerare și dimensiunea fiscalității nu va putea enunța legități economice care să explice comportamentul efectiv al firmelor pe piața internațională.

Din punctul de vedere al piețelor de capital, această perspectivă clasică – și neo-clasică – era de asemenea relativ simplă. Investitorii financiar dintr-o țară, în dorința lor de diversificare internațională sau căutând randamente pe care nu le pot obține pe propria piață, vor pătrunde pe o piață de capital străină (prin schimbarea monedei lor națio-

nale în monedă locală) și vor cumpăra valori mobiliare pe această piață. Prin acest proces – care ia forma investițiilor străine de portofoliu – investitorul respectiv își diversifică geografic portofoliul. Ulterior, atunci când va considera necesar, acest investitor va vinde acțiunile respective pe piața locală, își va schimba moneda locală astfel obținută în moneda țării sale de origine și își va repatria acest capital. Evident, pe lângă riscul de investire specific achiziționării de valori mobiliare, investitorul internațional își mai asumă și alte categorii de riscuri, respectiv cel valutar (evoluția incertă a raportului de schimb între moneda țării sale de origine și moneda pieței locale pe care investește) și, mai ales, riscul de țară, respectiv cel care include incertitudinile legate de evoluția politică, legală, macroeconomică, fiscală pe care și le asumă investind pe piața respectivă (ca, de exemplu, riscul ca „peste noapte” să crească taxa pe repatrierea capitalului).

De cealaltă parte, firmele locale nu au altceva de făcut decât să devină companii publice, respectiv să se listeze pe piața de capital locală pentru a-și ridica capital. Din punctul de vedere al acestor firme, conform acestei abordări, diferența dintre investitorii străini de portofoliu și cei locali este ne semnificativă. Este adevărat, o participare importantă a investitorilor străini are efectul benefic de a crește lichiditatea valorilor mobiliare emisă de către firmele în cauză mai ales în condițiile în care piața de capital locală este una a unei țări în curs de dezvoltare. Cu toate acestea, firmele respective nu trebuie să respecte decât legislația locală cu privire la dreptul companiilor, fiscalitatea și standarde contabile, cerințele de listare impuse de către piața locală de capital, etc.

Modelele tradiționale în disciplinele de finanțe și investiții operează cu acest cadru de analiză. De exemplu, binecunoscutul model de analiză „*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM) enunțat de către William Sharpe în 1964 formulează astfel: randamentul cerut de către un investitor pentru o acțiune se poate calcula adăugând la rata dobânzii fără risc de pe piața respectivă (engl. „*risk free rate*”) expresia $(r_M - r_{RF}) \beta_f$, unde $(r_M - r_{RF})$ reprezintă prima de risc a pieței respective (diferența dintre randamentul mediu oferit de către piața respectivă în ansamblul său – de regulă calculat luând în calcul indicii pieței respective de capital) iar β_f sintetizează riscul specific companiei în cauză, respectiv corelația prețului acțiunilor emise de către aceasta cu mișcarea de ansamblu a pieței. Rata dobânzii fără risc este cea a titlurilor de datorie emise de către guvernul local.

O concluzie implicită a acestui model este aceea că riscul unei companii de pe o piață locală va fi întotdeauna mai mare decât riscul suveran (engl. „*sovereign risk*”) al titlurilor emise de către țara respectivă (așa-numita „rată a dobânzii fără risc”) în măsura în care, întotdeauna, expresia $(r_M - r_{RF}) \beta_f$ nu poate fi decât pozitivă. Altfel spus, dacă o companie emite, de exemplu, obligațiuni pe piața locală, ea nu va putea niciodată să facă această emisiune la o dobândă mai mică sau egală cu dobânda oferită de către titlurile emise de către statul respectiv fiindcă se consideră că statul local, în caz extrem, dacă nu va putea să își plătească datoriile față de creditorii săi obligatari, ar putea să apeleze la patrimoniul cetățenilor săi și, prin naționalizare, să poată să plătească aceste datorii. Astfel, o companie din Mexic nu va putea niciodată să se finanțeze pe piața locală mexicană la o dobândă egală sau mai mică față de dobânda oferită de către titlurile de stat emise de către guvern.

Această abordare tradițională are punctele sale forte. Ea a ajutat la înțelegerea raportului dintre riscul unei companii și costul capitalului pe care îl suportă, care sunt di-

rect proporționale. Cu toate acestea, există un număr de evoluții care aduc numeroase provocări acestui cadru de analiză.

Globalizarea piețelor financiare este una dintre aceste evoluții, deși prin acest concept se pot înțelege un număr semnificativ de fenomene și tendințe individuale. Lăsând la o parte aspecte precum prezența globală a investitorilor, crearea de platforme de tranzacționare globală, globalizarea instituțiilor financiare precum bursele de valori mobiliare sau instituțiile de compensație, etc. specifice acestui proces generic de globalizare, unul dintre fenomenele de interes pentru această lucrare este prezența globală a firmelor în căutare de capital.

Abordarea tradițională în finanțarea firmei a ridicat numeroase probleme firmelor. Dintre acestea, am putea aminti:

1. Costul capitalului la care se poate împrumuta o firmă individuală pe o piață locală va fi întotdeauna dependent de riscul pieței locale, atât sub forma dobânzii fără risc cât și al riscului de țară. Astfel, indiferent cât de bine este gestionată o companie, cât de solidă din punct de vedere financiar este ea, costul capitalului pe care va trebui să îl plătească celor care îi pun la dispoziție capital va depăși costul la care se finanțează guvernul local, indiferent cât de iresponsabil este acest guvern din punct de vedere al gestiunii macro-economice. Astfel, un guvern populist dintr-o țară în curs de dezvoltare va reuși întotdeauna să se finanțeze mai ieftin decât orice companie locală privată, chiar dacă această companie este splendid administrată și are performanțe remarcabile.

2. capitalul accesat de către o companie locală va fi întotdeauna dependent de mărimea pieței locale de capital. Altfel spus, nici o companie locală nu își va putea depăși condiția de companie din țara respectivă, chiar dacă rețeta sa de afaceri este un real succes chiar pe piețele globale de produs. O companie din România va depăși foarte rar ca cifră de afaceri Produsul Intern Brut al României (indiferent de cât de internaționalizată este ea ca producție și vânzări) datorită în primul rând faptului că, dacă se finanțează exclusiv pe piața locală, nu are capital suficient pe plan local pentru a finanța o astfel de cifră de afaceri.

3. de cealaltă parte, investitorii, care anterior acceptau riscurile de a investi pe diferitele piețe locale de capital, au cunoscut, cel puțin în anii '90, numeroase „șocuri”. Este general acceptat faptul că crizele din Asia de Sud-Est, Rusia, Coreea de Sud, Argentina șamd (neuitând de cea din Mexic din deceniul anterior) au scurtcircuitat prezența acestor investitori pe piețele de capital ale țărilor în curs de dezvoltare. Deși de regulă făcuți responsabili pentru căderea masivă a monedelor locale din timpul acestor crize, ar trebui acceptat faptul că este o reacția naturală ca, atunci când vezi un vaporet scufundându-se, să încerci să fugi cât mai departe de locul respectiv¹. Fuga investitorilor de portofoliu din țara respectivă a avut o contribuție semnificativă la căderea monedelor locale (vânzându-și acțiunile la companiile locale și încasând monedă locală, ei încercau în mod natural să schimbe această monedă locală pe monedă străină forte pentru a putea ieși de pe piețele respective). Cei care îi acuză însă de prăbușirea artificială a monedei locale uită de fapt că

¹ Este de presupus că un investitor străin vine pe o piață locală doar dacă are posibilitatea de a ieși de pe această piață la un moment dat în viitor, atunci când consideră de cuviință. De ce este el calificat ca fiind iresponsabil dacă momentul de ieșire coincide cu o criză financiară?

în momentul în care au pătruns pe piața locală (au schimbat valută forte pe monedă locală), acești investitori de portofoliu străini au contribuit la aprecierea monedei locale.

Toți acești factori au contribuit la unul dintre cele mai interesante fenomene în a doua jumătate a anilor '90 pe piețele internaționale de capital. Firmele și-au schimbat strategia de „așteptare pasivă” a investitorilor străini pe piețele locale printr-o strategie agresivă de a „căuta capitalul la el acasă”. Altfel spus, în loc să meargă Mahomed la munte, se duce muntele la Mahomed. Astfel, tot mai multe companii au ales să se listeze pe piețe străine de capital (evident, mai dezvoltate și mai lichide), devenind companii publice pe piețele respective. O companie din Mexic, dorind să evite toate neajunsurile descrise anterior ale opțiunii de a se finanța exclusiv pe piața locală, alege să se listeze pe piața americană de capital NASDAQ, abordând investitorii „la ei acasă”.

Această fenomen are origini mai vechi. Inițial, după cum vom vedea în continuare, unele companii japoneze sunt cele care au apelat primele pe scară largă la o astfel de strategie de finanțare. Ceea ce este frapant pentru sfârșitul deceniului 10 este magnitudinea acestui fenomen.

Încă din start, se pot menționa următoarele avantaje / beneficii directe:

A. pentru compania care se finanțează pe piața străină:

- accesul direct la valută forte;
- accesarea unei piețe de capital lichidă, spre deosebire de piața din țara de origine (firma nu mai plătește prima de lichiditate specifică piețelor ilichide);
- accesarea unei piețe de capital mature, care poate oferi produse și tehnici de finanțare care nu există pe piața de origine;
- cost al capitalului mai scăzut (datoră unui complex de factori amintiți în literatura financiară precum diversificarea bazei de investitori și accesarea unui capital care nu ar fi fost dispus să investească în străinătate, „vizibilitatea” mărită a companiei pe piețele internaționale, riscul mai redus asumat de către investitorii locali, etc.);
- publicitatea inerentă prezenței pe o piață de capital străină și posibilitatea de a câștiga clienți pe această piață;
- altele.

B. pentru investitorii de pe piața străină:

- evitarea riscului valutar specific în perioada anterioară investițiilor pe piețele în curs de dezvoltare;
- diversificarea geografică, „din fotoliul de acasă”, a investitorului, acesta nu mai este nevoit să se implice într-o serie de tranzacții și procese complexe care îi măreau incertitudinea;
- „ieșirea” mult mai rapidă și costuri de ieșire cu mult mai reduse față de scenariul prezenței directe pe piața locală de capital a firmei;
- altele.

Practic, nu se poate formula un dezavantaj din punctul de vedere al investitorilor de pe piețele dezvoltate de capital la această opțiune a firmelor din țările în curs de dezvoltare. Pentru firmele în cauză însă, decizia implică o serie de provocări majore adresate

managementului și mai ales relației dintre acesta și furnizorii de capital. Pe scurt, principala provocare o reprezintă guvernanta corporativă.

Trebuie menționat că prezența unei firme pe o piață străină poate lua mai multe forme. Dintre acestea se pot menționa:

A. prezența prin intermediul recipiselor de depozit asupra acțiunilor companiei (engl. „American Depository Receipts” – ADR), respectiv a unor certificate negociabile care reprezintă creanțe asupra unui număr specificat de valori mobiliare a unei companii care sunt ținute în custodie de către o bancă. ADR-urile pot fi¹:

- ADR nesponsorizate: firma emitentă nu este implicată în mod formal, inițiativa venind de regulă din partea investitorilor interesați care contactează o bancă custode;
- ADR sponsorizate: firma emitentă este cea care ia inițiativa depozitării unui număr de acțiuni ale sale la o bancă custode și a emisiunii de ADR-uri pe o piață străină.

B. prin listarea directă pe piața respectivă: firma se listează pe piața respectivă ca orice altă firmă națională.

De altfel, literatura din domeniul finanțelor discută despre „niveluri de listare” pe o piață străină. De exemplu, în SUA, care dispune de cea mai dezvoltată și mai complexă piață financiară din lume, există 4 nivele (de la nivelul 1 – implicare minimă – până la nivelul 4 – implicarea maximă a companiei care se finanțează pe piața străină)²:

Nivelul 1 (Regula 144A): plasament privat către investitori specificați → compania vinde un număr de acțiuni către un număr definit și cunoscut de investitori. Plasamentul nu este public și nu se supune legislației pieței de capital sau regulilor de autoreglementare solicitate de către burse.

Nivelul 2: acțiunile companiei sunt tranzacționate pe piața-la-ghișeu (engl. „Over-the-Counter”) iar aceasta nu are posibilitatea de a emite ulterior valori mobiliare;

Nivelul 3: listarea pe o bursă de valori fără posibilitatea de a face emisiuni de valori mobiliare (a ridica ulterior capital);

Nivelul 4: listarea pe o bursă de valori americană cu posibilitatea de a ridica ulterior capital;

Începând cu nivelul 2, firmele trebuie să respecte standardele financiare-contabile locale, inclusiv sistemul de raportare a rezultatelor financiare.

Astfel, orice bursă de valori din lume impune firmelor care doresc să se listeze pe această piață un număr de standarde minime pe care compania trebuie să le respecte pentru a fi acceptată. Alături de standarde cantitative (precum număr minim de acțiuni aflate în posesia publicului, număr minim de investitori din public care dețin acțiuni la companie, etc.) se adaugă standarde financiare (de regulă transpus într-un nivel minim al profitabilității și solvabilității financiare) dar și standarde de guvernanta corporativă. Acestea din urmă vor fi discutate în continuare.

¹ Schaub, Mark – „The Early Performance of Non-US Banking Equities on the NYSE”, Managerial Finance, Vol. 29, Nr. 11, 2003;

² A se vedea Kuemmerle, Walter – „A Note on Depository Receipts”, Harvard Business Review, 18 septembrie 2002;

Pentru a avea o imagine asupra magnitudinii acestei tendințe, trebuie remarcat:

1. în perioada 1993 – 2002¹:

- numărul de companii străine listate pe cea mai mare bursă de valori din lume, New York Stock Exchange (NYSE) s-a mărit de 4 ori, ajungând la 471:

- numărul de companii străine listate pe NASDAQ (a doua piață americană de capital ca mărime) a crescut de la 261 la 385, după ce atinge un maxim de 450 în august 2001 (înainte de crahul Internet);

2. în anul 2002, peste 450 de companii din 61 de țări sunt listate pe piața de capital londoneză (*London Stock Exchange*), acestea având o valoare de piață de peste 3.000 de miliarde de USD.

Cele două piețe de capital amintite – SUA și Marea Britanie – sunt recunoscute pentru cel mai ridicat grad de internaționalizare a companiilor listate. Același rol, dar cu o valență regională, este jucat de către piețele de capital din Tokio, Singapore și Hong Kong (pentru Asia), Euronext și Frankfurt (pentru Europa).

3. în ceea ce privește ADR-urile, 75% din cele emise pe piața americană sunt ale unor companii din țări în curs de dezvoltare. Dacă în 1990, existau un număr de 352 de ADR-uri ale unor companii din 24 de țări, în 2000 existau 1800 de ADR-uri asupra acțiunilor unor companii din 78 de țări. Pentru numeroase companii din Mexic, Chile sau Argentina, ADR-urile de pe piața americană sunt tranzacționate mai puternic decât acțiunile de pe piețele lor naționale (piețele sunt mai lichide).

4. un caz particular este cel al Israelului, existând în anul 2000 aproape 100 de companii listate pe piața nord-americană. Israelul este țara cu cel mai mare raport între capitalizarea străină / capitalizarea locală a companiilor naționale (96%).

Avantajele enunțate sunt cele care argumentează aceste tendințe de propagare pe plan internațional a acestui fenomen. De ce nu însă toate firmele care doresc să se finanțeze pe piețele publice de capital nu apelează la această opțiune?

Astfel, există astfel anumite costuri care trebuiesc suportate:

- costurile directe ale acestui proces și mai ale al prezenței permanente pe piața respectivă (sub forma costurilor directe suportate în procesul de listare dar și costurile necesare întreținerii unor relații apropiate cu investitorii – conferințe de presă, prezentarea rapoartelor financiare, etc.);

- costurile de audit conform unor standarde contabile străine: în realitate, aceste companii vor realiza în permanență o contabilitate „dublă”, respectiv atât conformă cu standardele contabile din țara de origine cât și a celor din țara de pe care se finanțează. Cu toate acestea, este recunoscut că auditarea rezultatelor financiare de către o societate de audit recunoscută pe piețele dezvoltate de capital implică un cost direct semnificativ;

- transparență mărită a companiei, respectiv sistemul de raportare și audit în țările cu piețe dezvoltate este cu mult mai complex și mai „deschis”, companiile fiind obligate să ofere în permanență datele financiare și de altă natură relevante pentru percepția pieței asupra valorii companiei.

¹ date preluate din Koediyk, Kees și Mathijs van Dijk – „The Cost of Capital for Cross Listed Firms”, Erasmus Research Institute of Management (ERIM) Report Series in Management, octombrie 2002;

Nu în ultimul rând, poate cel mai important element pe care o companie trebuie să îl respecte în momentul în care dorește să se finanțeze pe o piață de capital străină dezvoltată, sunt standardele de guvernanta corporativă impuse atât de legislația locală din dreptul companiilor dar poate, mai ales, de către bursa de valori pe care compania dorește să fie listată.

Aceste standarde de guvernanta corporativă iau, de regulă, următoarele forme:

- necesitatea unei raportări financiare periodice: în cazul emisiunii de acțiuni, de 2 ori pe an auditat (la mijlocul și sfârșitul exercițiului financiar), alte două ori neauditat (în totalul de 4). În cazul emisiunii de obligațiuni, raportarea se face de două ori pe an, înainte de plata cupoanelor.

- un număr minim de directori (membri ai Consiliului de Administrație) independenți de firmă (care nu sunt angajați ai firmei și deci „sensibili” la dorințele managementului);

- majoritatea membrilor comitetului de audit (cei care certifică rezultatele financiare publicate) trebuie să fie independenți;

- cel puțin o Adunare generală a acționarilor pe an, pentru a asigura un minim de participare a acționarilor la strategia curentă a companiei;

- o reprezentare minimă acționarilor în Adunarea generală a acționarilor și în Consiliul de Administrație. Astfel, dacă un acționar deține 15% din acțiunile unei companii, el ar trebui să aibă dreptul de a fi reprezentat în CA. Cu toate acestea, în diferite țări pe plan internațional, managementul are la dispoziție diferite mecanisme prin care poate bloca această reprezentare.

Guvernanta corporativă

Guvernanta corporativă ia în considerare modalitățile prin care furnizorii de capital ai unei firme se asigură că vor primi un câștig la investițiile lor¹. Această definiție relativ simplă ascunde de fapt o problemă extrem de complexă, respectiv totalitatea mecanismelor instituționale și organizaționale, ca și procesele de luare a deciziilor și drepturi de control și intervenție corespondente care servesc la rezolvarea conflictelor de interese dintre diferitele grupuri care au interese într-o firmă (engl. „stakeholders”)². Natura guvernantei corporative este determinată, într-o țară, de dreptul companiilor, legislația muncii, specificul auto-reglementărilor de pe piețele de capital, libertatea pieței controlului corporațional, etc.

Elemente specifice discuției cu privire la guvernanta corporativă au apărut încă din anii 30, atunci când doi economiști americani, Adolf Berle și Gardiner Means, au observat faptul că corporația americană tipică are un acționariat extrem de atomizat – un număr mare de acționari de talie mică – fapt ce permite adeseori managementului adoptarea unui comportament discreționar față de aceștia. Apare astfel o problemă centrală în discuția cu privire la guvernanta corporativă, respectiv cea a costurilor de agenție, respec-

¹ A. Shleifer, R.W. Vishny – “A Survey of Corporate Governance”, The Journal of Finance, Vol. 52, Nr. 2, 1997;

² R.H. Schmidt – “Corporate Governance: The Role of Other Constituencies”, lucrare prezentată la Conferința „Workable Corporate Governance: Cross-Border Perspectives”, Paris, martie 1997;

tiv a costurilor determinate de delegarea puterii de decizie asupra unei proprietăți de la un Principal către un Agent. În cazul unei firme, ea mai relevantă relație de agenție o reprezintă cea dintre acționari (ca principali) și manageri (ca agenți). Managementul unei firme, în loc să maximizeze averea acționarilor firmei – cei care sunt în esență proprietarii firmei – poate să urmărească interesele altor grupuri de „stakeholders”, printre care și cele proprii.

Problematika guvernancei corporative devine coerentă însă în anii 60 – 70, datorită, în principal, încercărilor de a explica diferențele de performanță ale companiilor pe plan internațional. Surprinderea economiștilor față de evoluția remarcabilă a companiilor japoneze – și a economiei japoneze în ansamblul său - din acea perioadă s-a transformat într-un efort de a identifica factorii care stau la baza acestora. Unul dintre factorii decisivi a fost evaluat a fi cel al specificului guvernancei corporative locale.

Specificul guvernancei corporative în Japonia: grupările industriale de tip *keiretsu*

Orice discuție care atinge ceea ce este considerat a fi „miracolul” economic japonez nu poate trece cu vederea specificul organizării economice nipone, respectiv grupările de tip *keiretsu*. Această formă de guvernare industrială este chiar considerată a fi unul dintre avantajele competitive ale acestei economii pe piața internațională. S-a ajuns chiar la situația în care unii „comentatori” recomandă adoptarea de către economiile occidentale a acestui model pentru a supraviețui pe piața internațională. Astfel, „rețelele de tip *keiretsu* sunt din ce în ce mai mult creditate cu conferirea unui avantaj competitiv cheie Japoniei ... Pentru membrii lor, rețelele de tip *keiretsu* reduc costurile și riscul, facilitează comunicarea, asigură încredere și consistență și oferă insulare față de competiția din exterior”¹.

Rețelele de tip *keiretsu* sunt un tip de grupare economică care reprezintă o asociere de mai multe firme. Semnele distinctive ale acestei forme de guvernare sunt participările încrucișate (engl. „*cross equity*”) între firmele din cadrul unei grupări ca și reprezentarea firmelor din cadrul grupării în Consiliile de Administrație ale celorlalte entități. Fiecare *keiretsu* presupune existența uneia sau mai multor entități centrale (așa numite „*core members*”) și al unui număr de firme afiliate de talie mai redusă. Majoritatea analiștilor împart aceste grupări în funcție de entitatea centrală din cadrul grupului în *keiretsu* orizontale și *keiretsu* verticale², deși deosebirea dintre ele este relativ ambiguă iar opiniile sunt contradictorii. Cele din prima categorie presupun ca unitate centrală o instituție financiar-bancară și își au originea în grupările industriale din secolul trecut în care elementul distinctiv îl reprezenta dimensiunea familială a acționariatului (așa-numitele „*zaibatsu*”). Acestea au evoluat spre a căpăta asemănări cu holding-urile occidentale. Principalele grupări sunt Mitsui, Mitsubishi, Sanwa și Sumitomo. În cel de-al doilea caz, entitatea centrală este reprezentată de o companie industrială iar gruparea este relativ mai concentrată

¹ Lincoln, James R., Michael L. Gerlach și Peggy Takahashi – „Keiretsu Networks in Japanese Economy: A Dyad Analysis of Intercorporate Ties”, *American Sociological Review*, Octombrie 1992, 57,1;

² Dow, Sandra și Jean McGuire – „The Sources and Advantages of Japanese Industrial Organization”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 16, 1999;

pe verticală decât cea din prima categorie. Principalele *keiretsu* de acest tip sunt Toyota, Hitachi și Matsushita. Acestea sunt relativ mai noi în peisajul economic nipon.

Dimensiunea fundamentală care este considerată a caracteriza acest tip de grupare este cea a cooperării multi-dimensionale dintre entitățile membre. Pornind de la diferitele forme de încrucișare a guvernantei amintite, se amintește despre mecanisme precum:

- apelarea în mod preponderent ca sursă de finanțare la instituția financiară din cadrul grupului (de unde și sintagma de „sistemul băncii principale”¹ pe care o poartă sistemul financiar nipon) și înhibarea, de către aceasta din urmă, a apelării la alte surse de finanțare (precum emisiunea de valori mobiliare);

- transferul de angajați dintre entitățile de pe același lanț de valoare din cadrul grupului (termenul nipon de „*shukko*”), fapt care asigură menținerea unei coeziuni în ceea ce privește gradul de cunoaștere și pregătire;

- existența unei instituții specializate în comercializarea produselor realizate în cadrul grupului (casele de comerț specific nipone denumite „*sogo sosha*”);

Există numeroase studii care au atribuit acest specific al guvernantei corporative ca având originea în specificul cultural al societății nipone². Cu toate acestea, există și multe semne de întrebare cu privire la acest argument. Realitatea corporativă niponă poate fi explicată cu mult mai ușor prin specificul diferitelor reglementări care, istoric, au influențat acest peisaj organizațional.

Numeroși autori remarcă faptul că acest tip de structură instituțională a economiei nipone nu este rezultatul pieței libere. Punctul de plecare îl constituie perioada de industrializare de la mijlocul secolului al XIX-lea (celebra Eră Meiji) când unul dintre mecanismele de industrializare utilizate de către Stat (ca peste tot în cadrul regimurilor progresiste din țările mai puțin dezvoltate) era încurajarea și favorizarea proliferării unor concentrări industriale de mare anvergură, de cele mai multe ori subvenționate (direct sau prin comenzi de stat) și protejate de către autoritățile publice față de concurența externă. În cazul Japoniei, acest fenomen a avut un puternic accent familial în perioada respectivă, principalele grupări cristalizate în acea perioadă fiind dominate de către familiile Mitsui, Mitsubishi sau Sumitomo. Cu toate acestea, acest proces este de regulă întâlnit peste tot în lume.

O semnificație aparte în cazul Japoniei o poartă perioada interbelică, când guvernul militarist, în încercarea de a planifica activitatea economică în sensul dezvoltării unei industrii de război puternice, promovează prin două legi specifice³ – 1938 și 1943 – o structură specifică a economiei: întreaga economie este cartelizată **forțat** în jurul princi-

¹ engl. „*main bank*”. A nu se face confuzia cu ideea de „bancă centrală”;

² a se vedea, de exemplu, Fang, Samsong și Brian Kleiner – „Excellence at Toyota Motor Manufacturing in the United States”, Management Research News, 2003, 26, 2-4: „armonia (jap. „*wa*”) este fundația și principiul fundamental al relațiilor japoneze. Dorința de a menține armonia în relații pune accentul pe cooperare, construirea de consens (jap. „*nemawashi*”), managementul participativ ca și procesul de luare a deciziilor prin cooptare (jap. „*ringi*”). Deși acest proces consumă timp, implementarea este mai rapidă datorită conștientizării și suportului dat deciziilor deja luate prin consens. Japonezii obișnuiesc să se uite la „tabloul mare”, luând în considerare alternativele și problemele care pot apare înainte de a implementa”.

³ Kienzie, Rene și Mark Shadur – „Developments in Business Networks in East Asia”, Management Decision, Vol. 35, Iss. 1, 1997;

palelor grupări de tip *zaibatsu*. Toate entitățile mici și mijlocii sunt integrate în cadrul unei entități și lucrează pe baza comenzilor acestuia. Iată originea mult celebratului sistem al subcontractării, determinant în teoria economică și de afaceri dominantă pentru succesul economiei nipone.

Deși înfrângerea Japoniei în cel de-al Doilea Război Mondial și perioada de ocupație ce a urmat au presupus și încercarea guvernantei americane de a demonta, într-o primă fază, acest sistem¹, se pare că acesta revine. Deși există multe speculații despre o „tendință naturală” în acest sens, mulți argumentează că SUA au cunoscut o schimbare de politică odată cu proliferarea Războiului Rece. După faza inițială în care se dorea eliminarea oricărei posibilități de dezvoltare industrială a marilor învinse² – Germania și Japonia – guvernul american a făcut un compromis, optând pentru un proces de reindustrializare rapidă a acestor economii datorită spectrului unui nou conflict global. Această viziune se pare că a însemnat și încurajarea „reînnoșării firului”, respectiv acceptarea acestui tip de grupări industriale.

Pe de altă parte, după perioada ocupației, mulți autori recunosc caracterul „special” al economiei nipone care, deși caracterizată drept capitalistă și dezvoltată, a reprezentat una dintre cele mai intervenționiste din cadrul „Lumii libere”. Rețeta niponă a fost aplicată și în cazul altor economii din zonă – precum Taiwan și Coreea de Sud – al cărui element central a fost planificarea economică combinată însă cu beneficierea de către acestea – cel puțin pentru perioada de început – de un acces deschis relativ liber la piața nord-americană.

Un loc central în cadrul noilor politici publice din Japonia îl joacă, în perioada postbelică, Ministerul Industriei și Comerțului Internațional (MITI). Acesta a reușit să impună un mecanism de coordonare a activității economice printr-un intervenționism destul de „mascat”, care utiliza o serie de mecanisme specifice, pornind de la alocarea resurselor valutare din primele decenii (când veniturile din export erau încă modeste dar esențiale pentru realizarea importurilor de materii prime de către o economie recunoscută pentru lipsa resurselor minerale) până la diferite alte modalități, precum finanțare la costuri subvenționate până la exercitarea unui levier asupra Consiliilor private de afaceri pentru cooperare și armonie³, o circulație semnificativă între elitele birocratice și cele de afaceri⁴, ș.a.m.d. La nivelul grupărilor *keiretsu*, există de asemenea un număr de mecanisme de coordonare în care, evident, rolul și opinia autorităților publice joacă un rol preponderent, precum Consiliile președinților (așa-numitele „*shacho-kaï*”)⁵, asociațiilor de industriași (așa-numitele „*Keidanren*”) sau al consiliilor patronale (așa-numitele „*Nike-keiren*”). Nu în ultimul rând, firmele subcontractante afiliate fiecărei grupări se întâlnesc în cadrul asociațiilor de cooperare ale furnizorilor (așa-numitele „*Kyoryoku-kaï*”) din jurul unei corporații industriale (precum Toyota sau Matsushita).

¹ Au existat legi specifice în acest sens ale autorității de ocupație.

² vezi Planul Morgenthau pentru Germania.

³ Ken-Ichi Imai – „The Corporate Network In Japan”, The International Executive, Summer 1988;

⁴ Mulți din funcționarii de vază ai MITI ajungând „la pensie” în Consiliile de Administrație ale principalelor companii nipone. Termenul exact era cel de „descindere din rai”.

⁵ ocazie cu care președinții principalelor companii din cadrul grupărilor keiretsu au întâlniri regulate pentru schimbul de opinii și o coordonare informală a activităților.

Este de menționat că avantajele percepute ale strategiei de afiliere și cooperare în cadrul unei grupări *keiretsu* (precum asistență financiară pe termen lung și la un cost redus, suport tehnic și managerial din partea celorlalte entități din cadrul grupului, existența unei incertitudini reduse cu privire la comportamentul acestora, ș.a.m.d.), atractive ca strategie și în cadrul pieței libere, nu pot fi demonstrate atât timp cât opțiunea fundamentală de asociere nu a fost liberă.

Ceea ce este de remarcat, cel puțin din punctul de vedere al guvernantei corporative, este dubla calitate ca se întâlnește în cazul unor numeroși „*stakeholders*” din aceste grupări. Astfel, acționariatul tipic în compania japoneză afiliată unei grupări de tip *keiretsu* este compus dintr-o bancă sau/și o societate de asigurare, furnizori, clienți, șamd. Acești membri poartă în ansamblu denumirea de „*acționariat stabil*” datorită faptului că interesul lor primordial nu este cel financiar, prin urmare ei nu tranzacționează acțiunile pe care le dețin la diferitele companii din cadrul grupării.

Care este efectul faptului că un *stakeholder* are o dublă calitate? Că banca (creditorul) este acționar la debitorul său, că un furnizor este acționar la clientul său? Atât timp cât fiecare dintre acești actori vor căuta, cel mai probabil, să își maximizeze prosperitatea per ansamblu, el poate să implementeze diferite mecanisme de „compensare” între câștigurile pe care le realizează dintr-o calitate cu mecanisme de care beneficiază din cealaltă calitate. Astfel, este foarte probabil ca atât timp cât o bancă este acționar semnificativ la o companie, compania în cauză să apeleze în mod preferențial la credite oferite de către banca respectivă. O astfel de situație nu ar fi cu nimic problematică dacă banca respectivă, datorită abilității sale de a influența politica de finanțare a companiei respective, nu ar putea impune companiei să se finanțeze exclusiv de la bancă. Motivațiile băncii ar putea fi ulterior modificate în sensul încercării sale de a extrage o dobândă mai mare datorită poziției de forță pe care o are în Consiliul de Administrație al companiei respective. Numeroși autori argumentează că interdicția care a operat decenii de-a rândul în economia japoneză care interzicea firmelor dreptul de a emite obligațiuni corporative s-a datorat tocmai presiunilor băncilor nipone asupra autorităților de a nu le eroda poziția pe care o aveau în companiile nipone¹.

Efectele unei astfel de situații nu se rezumă exclusiv la costurile mai mare de finanțare al companiei. Este foarte probabil că un alt obiectiv al băncii, cel de a reduce riscul în debitorii săi, să opereze în sensul în care compania respectivă ar fi încurajată să se implice în proiecte de investiții care presupun un risc mai redus.

În același timp. În cazul în care un furnizor este acționar semnificativ la unul dintre clienții săi, poate avea loc o modificare a motivațiilor pe care acesta le are. Firma respectivă poate fi interesată în primul rând, ca furnizor, de mărimea cifrei de afaceri a companiei client – la care este și acționar – și mai puțin de profitabilitatea acesteia. În același timp, un astfel de furnizor cu o dublă calitate va sprijini, de asemenea, cel mai probabil, implicare firmei în proiecte de investiții cu risc redus, pentru a evita situația neplăcută în care compania respectivă ar avea dificultăți financiare sau, mai mult, ar intra

¹ Este și motivul pentru care Japonia dispune de o piață relativ redusă a valorilor mobiliare, emise de corporații comparativ cu mărimea economiei sale. Japonia este încadrată în categoria țărilor cu un sistem financiar bazat pe bancă, spre deosebire de țări precum SUA sau Marea Britanie, catalogate drept țări cu un sistem financiar bazat pe piața de capital.

în faliment. Nu în ultimul rând, un astfel de furnizor, va bloca cel mai probabil politica firmei de schimbare a aprovizionării și de reorientare către furnizori mai performanți dar care îl concurează pe cel care este acționar semnificativ.

Toate aceste elemente confirmă faptul că compania tipică japoneză se individualizează ca management și proces de formulare a strategiei. În ciuda numeroaselor avantaje percepute ale sistemului de guvernare bazat pe grupările de tip keiretsu, nu trebuie uitat că acestea apar prin suportarea concomitentă a unor costuri semnificative. Anii '90 au reprezentat un „deceniu pierdut” pentru economia niponă din punctul de vedere al creșterii economice, în condițiile în care economia globală a avut una dintre cele mai bune perioade. Bilanțurile contabile ale băncilor japoneze sunt pline de credit neperformante, acordate tocmai unor companii afiliate, pe care banca are retinente în a le lichidiza prin lichidarea companiei respective.

Argumentul principal al acestei teze este însă acela că sistemul de guvernare corporativă care operează într-o companie este mai puțin determinat de cultura de afaceri sau strategia de afaceri pe care o formulează. Guvernarea corporativă a unei companii este determinat efectiv de condițiile concurențiale la care este expusă. Pentru a dovedi acest lucru, vom utiliza studiul de caz a două companii nipone. Este vorba, pe de o parte, de compania Sony, o firmă independentă neafiliată nici unei grupări de tip *keiretsu* și Mitsubishi Electronics, firmă afiliată grupării omonime¹.

Mitsubishi Electronics

Este o firmă care s-a născut în 1921 prin externalizarea unor activități din firmamamă Mitsubishi Shipbuilding. Compania respectivă este și în prezent membră a Consiliului Președinților acestui *keiretsu*, care mai cuprinde și ale 28 de firme. În anul 1998, 3 din primii 10 acționari după importanță erau companii ale acestei grupări (Meiji Life Insurance, the Bank of Tokyo-Mitsubishi, and Mitsubishi Trust).

Prin comparație chiar și cu alte firme nipone, acționarii străini dețin doar 11%, ceea ce este un nivel considerat scăzut. În același timp, „acționariatul stabil” este evaluat la 61%. Guvernarea corporativă a acestei companii este evident slabă, în sensul în care controlul obiectiv asupra deciziilor companiei este nul. Din cei 33 de membri ai Consiliului de Administrație în 1997, 31 erau foși angajați ai companiei, unul era un fost oficial din MITI iar ultimul președintele Mitsubishi Corporation, firma centrală a grupării *keiretsu*.

Sony

Este o firmă înființată în 1946 de către Masaru Ibuka, un întreprinzător local din afara establishment-ului politico-economic nipon. Evident, compania nu este afiliată nici unei grupări de tip keiretsu.

Datorită dificultăților de a se finanța pe piața locală de capital sau de la băncile comerciale nipone (prin faptul că nu era afiliată nici unei grupări), firma nu are altă opțiune, pentru a crește, decât să se finanțeze pe piețele străine. În 1961 emite ADR-uri

¹ Datele care vor fi amintite în text cu privire la cele două companii au fost luate din Yoshikawa, Toru și Philip Phan - „Alternative Corporate Governance Systems in Japanese Firms: Implications for a Shift to Stockholder-Centered Corporate Governance”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 18, Nr. 2, Singapore, 2001;

pe piața SUA iar în 1970 este deja listată pe bursele din New York, Londra și Amsterdam, fiind printre primele companii japoneze care au făcut această opțiune.

Astfel, încă din perioada de start a expansiunii sale internaționale, compania este confruntată cu standarde de guvernare corporativă diferite. În 1998, investitorii străini dețin 44% din acțiunile companiei iar acționariatul stabil al companiei este evaluat la 43%. În 1998, dintr-un Consiliu de Administrație de 10 persoane, din care 3 erau independenți de firmă: președintele fondului de investiții Blackstone Group din SUA, președintele filialei locale a băncii de investiții Goldman Sachs precum și președintele Băncii Sakura.

Încă din 1961, firma Sony este obligată, datorită listării sale pe piețele de capital internaționale, să facă o raportare detaliată a rezultatelor sale financiare. Singura modalitate de a satisface investitorii străini este cea de a încerca o maximizare a prețului acțiunilor companiei. Este una dintre primele companii japoneze care au implementat în 1998 un program de remunerare a managerilor companiei în funcție de prețul de piață al acțiunilor companiei.

Este de remarcat că ponderea creditelor bancare în structura capitalului este de 0% în cazul firmei Sony, față de 30% în cazul firmei Mitsubishi Electronic. Firma a fost aleasă într-un număr repetat de ani (1995, 1996, 1999) ca având cea mai transparentă politică financiară din industria electronică din Japonia.

Poate cea mai semnificativă diferență dintre cele două companii amintite este însă următoarea: în perioada 1996 – 2000, **prețul de piață al acțiunilor Sony a crescut de 6 ori în timp ce cel al companiei Mitsubishi Electronic a crescut cu 36%**.

Astfel, structura acționariatului ca și afilierea sau nu la grupările de tip *keiretsu* au un rol major nu numai asupra guvernării corporative a celor două companii (și a orientării lor asupra maximizării prețului de piață al acțiunilor proprii, adică al urmăririi intereselor acționarilor) ci și asupra performanțelor lor financiare și de afaceri. Sony este unul dintre *brand*-urile cunoscute pe plan global în timp ce Mitsubishi, cel puțin în industria electronică, nu este. Astfel, două companii care sunt competitori directe și au avut ca și origine aceeași piață – cea a produselor electronice din Japonia – au avut o evoluție total diferită datorită expunerii lor la standardele de guvernare pe care le-au avut de satisfăcut.

Condițiile de mediu cu care a fost confruntată firma Sony pe piața internațională și standardele de guvernare corporativă diferite pe care le-a avut de respectat pentru a putea avea o prezență continuă pe aceste piețe internaționale a „scos” această companie din specificul sistemului de guvernare corporativă nipon. Astfel, toate companiile care caută finanțarea pe plan internațională, încercând să acceseze capitalul investitorilor de pe piețe străine, vor fi confruntate cu aceeași problemă ca și firma analizată. În ciuda originii lor naționale, ele vor fi supuse unor standarde de guvernare corporative diferite, fapt care are o influență majoră asupra atitudinii și filozofiei managementului. Astfel de companii pot fi apreciate a avea o înclinație mai puternică pentru o abordare integrată a pieței globale, pornind de la realitatea că acționariatul lor este de fapt global.

Cetățenia efectivă a unei companii va avea din ce în ce mai puțin de spus la analiza guvernării sale corporative, a relațiilor dintre diferitele categorii de *stakeholders* din firmă și, în final, a performanțelor sale competitive. Din ce în ce mai mult, evaluarea perfor-

manțelor firmelor nu va mai porni de la afirmații de genul „spune-mi din ce țară ești ca să îți spun cât de performantă ești” (analiza de tip național și, implicit, de ramură, specifică lui Michael Porter) ci „spune-mi pe ce piețe de capital te finanțezi ca să îți spun cât de performantă ești”.

Bibliografie:

1. Dow, Sandra și Jean McGuire – „The Sources and Advantages of Japanese Industrial Organization”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 16, 1999;
2. Fang, Samsong și Brian Kleiner – „Excellence at Toyota Motor Manufacturing in the United States”, *Management Research News*, 2003, 26, 2-4;
3. Ken-Ichi Imai – „The Corporate Network In Japan”, *The International Executive*, Summer 1988;
4. Kienzie, Rene și Mark Shadur – „Developments in Business Networks in East Asia”, *Management Decision*, Vol. 35, Iss. 1, 1997;
5. Kuemmerle, Walter – „A Note on Depository Receipts”, *Harvard Business Review*, 18 septembrie 2002;
6. Lincoln, James R., Michael L. Gerlach și Peggy Takahashi – „Keiretsu Networks in Japanese Economy: A Dyad Analysis of Intercorporate Ties”, *American Sociological Review*, Octombrie 1992, 57,1;
7. Schaub, Mark – „The Early Performance of Non-US Banking Equities on the NYSE”, *Managerial Finance*, Vol. 29, Nr. 11, 2003;
8. Schmidt, R.H. – “*Corporate Governance; The Role of Other Constituencies*”, lucrare prezentată la Conferința „Workable Corporate Governance: Cross-Border Perspectives”, Paris, martie 1997;
9. Shleifer, R.W. Vishny – “*A Survey of Corporate Governance*“, *The Journal of Finance*, Vol. 52, Nr. 2, 1997;
10. Yoshikawa, Toru și Philip Phan - „Alternative Corporate Governance Systems in Japanese Firms: Implications for a Shift to Stockholder-Centered Corporate Governance”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 18, Nr. 2, Singapore, 2001.