



## **Diversificarea și guvernanta corporativă – o analiză comparată a investigațiilor empirice**

---

Luminița Mihaela ILEANA

### **Abstract**

In this study authors argues that diversification plays an important role not only in personal financial investment, but also in corporate strategy. One of the pillar of investment theory is that diversification reduce the risk without affecting the income. But not always diversification brings value. The orientation towards diversification is also influenced by the main objective of corporations (to maximize the shareholders' wealth) but also by managerial opportunism (pursuing the own interests detrimental to other stakeholders). As a result, managers may be prone to follow diversification and growth strategies even if these can destroy value for shareholders.

**Keywords:** *corporate diversification, agency costs and theory, conflicts of interest, value-reducing diversification strategy, corporate governance.*

**JEL classification:** G34, O16.

### **Introducere**

În domeniul cercetărilor managementului strategic, în jurul anului 1990 au apărut o serie de informații din sfera cercetării academice legate de influența distructivă a diversificării corporative asupra valorii firmei. Mai recent însă au fost avansate și unele argumente referitoare la avantajele aduse de această strategie. În acest context, multe studii au încercat să descopere ce face diferența între companii și de ce există acea deosebire între efectele localizate la nivel de companie.

În căutarea unui răspuns, cei mai mulți autori s-au îndreptat spre guvernanta corporativă, deoarece rolul său principal este acela de a asigura administrarea eficientă și corectă a resurselor, cu impact direct asupra profitabilității. Subiectul se bucură de o mare importanță, deoarece abordarea lui corectă poate oferi cheia unui management organizațional de succes și, în consecință, șansa alinierii intereselor tuturor celor implicați în direcția dezvoltării sustenabile a corporației. Cunoașterea rela-

ției dintre diversificare și guvernanta va ajuta, astfel, corporația să se poziționeze corect în momentul orientării firmei spre o structură organizațională mai complexă, încât în acest fel, să se diminueze potențialele aspecte negative ale impactului diversificării corporative asupra creării de valoare pentru acționari.

Lucrarea acordă o atenție deosebită tuturor perspectivelor legate de relația dintre diversificare și guvernanta corporativă în încercarea de a oferi o imagine cât mai obiectivă asupra ipotezelor vehiculate și de a sublinia ariile care necesită analize mai profunde. Ea este structurată pe trei capitole care, plecând de la o scurtă trecere în revistă a literaturii, oferă o imagine complexă a relației dintre guvernanta și diversificarea corporativă în contextul companiei transnaționale, dezbătând impactul acesteia asupra evoluției valorii firmei. Capitolul 1 urmărește delimitarea conceptelor legate de relația dintre diversificarea și guvernanta corporativă întâlnite pe parcursul lucrării, într-o abordare multidimensională a fenomenului, specifică studiilor de specialitate. Sunt prezentate principalele cercetări întâlnite în literatură, precum și provocările aduse ipotezelor fundamentale. Capitolul 2, care constituie esența acestei lucrări, pornește de la o descriere a strategiilor de diversificare, investigând rolul lor într-o companie internațională și principalele motive aflate la baza orientării firmei spre un grad de diversificare mai ridicat. O parte a acestui capitol este dedicată guvernantei corporative și a mecanismelor sale disciplinare. Se face astfel trecerea spre partea practică a lucrării. Aceasta se realizează în Capitolul 3, care constituie o sinteză a abordărilor teoretice și datelor empirice privind conflictele și costurile de agenție foarte des întâlnite în relația dintre acțio-

nari și manageri. Ultima parte a lucrării este o analiză obiectivă prin care se compară câteva ipoteze în jurul cărora se desfășoară marea majoritate a cercetărilor.

## **1. Relația diversificare – guvernanta corporativă. O privire asupra cercetărilor din domeniu**

Studiile având ca temă relația dintre diversificare și guvernanta corporativă prezintă o anumită permanență a cercetării managementului strategic. Cu toate acestea se poate spune că ea reprezintă un domeniu relativ nou, numeroasele dezbateri din literatură constituind baze solide pentru analizele ce s-au dezvoltat anterior. Alături de concepte cum ar fi relația de agenție, proprietate, alinierea intereselor, sinergie, avantaj competitiv, noțiunile de diversificare și guvernanta ocupă un loc important în literatura de specialitate cu atât mai mult cu cât unele dintre evenimentele recente de pe piața financiară (cazul companiilor Enron, Adelphia) au stârnit și mai mult interesul cercetătorilor. O perspectivă asupra literaturii relevă faptul că există o mare varietate în ceea ce privește modul în care relația între cei doi termeni a fost conceptualizată, definită și măsurată. Numeroase întrebări legate de eficiența strategiei de diversificare, de motivația firmei de a apela la această strategie – deși este reducătoare de valoare – sau de a o menține, de existența conflictelor de agenție în firmele diversificate și încercarea de a le diminua, au constituit teme specifice abordate în lucrările destinate studiului corelației dintre structurile guvernantei și strategia organizațională.

Într-o serie de studii s-a dezbătut pro-

blema dacă proprietatea corporativă afectează strategiile de diversificare. Deși s-au realizat teste similare pe date aproximativ identice, s-a ajuns la concluzii complet diferite.

De asemenea, s-a avansat ideea că firmele sunt evaluate cu o reducere de valoare față de suma valorilor liniilor individuale de afaceri. Permanența acestei reduceri de valoare este explicată prin două ipoteze. În primul rând, diversificarea este asociată cu structuri de guvernare suboptimale care permit managerilor să obțină beneficii private pe cheltuielile acționarilor. Cea de-a doua ipoteză afirmă că organizațiile utilizează structuri de guvernare optime, dar se pot confrunta cu o dezinvestire dacă costurile de tranzacționare depășesc beneficiul așteptat al operării unei firme mai concentrate.

Frederic Perdreau [2001] a studiat legătura dintre performanța achizițiilor făcute de organizațiile franceze și partea de capital deținută de manageri. El a încercat să investigheze dacă proprietatea managerială de capital îi motivează să evite deciziile distrugătoare de valoare pentru acționari și să se îndrepte spre crearea de valoare. În plus, diversificarea este benefică datorită avantajelor potențiale determinate în principal de reducerea asimetriei informațiilor și prin urmare a costurilor de agenție

Relația dintre diversificare și guvernare a fost dezbătută și de Jensen și Meckling [1976]. Conform opiniei lor, dacă managerii gestionează o proprietate relativ mică, interesele lor pot fi nealinate cu cele ale acționarilor. Ei pot dori să dezvolte compania chiar dacă acest lucru nu este în favoarea acționarilor.

S-a demonstrat că firmele private sunt mai puțin diversificate decât cele publice,

în special datorită costurilor de agenție mai reduse. Deoarece problemele de agenție sunt responsabile de păstrarea strategiei de diversificare chiar dacă este minimizatoare de valoare, cercetătorii au încercat să descopere de ce unele dintre firme au apelat la concentrare. Conform studiilor realizate, costurile de agenție pot fi reduse prin disciplina pieței (de exemplu, piața forței de muncă managerială), prin concurența de pe piața produselor sau piața controlului corporativ.

Motivați de teoria agenției, Young Sang Kim și Wallace N. Davidson [2005] au adus o contribuție în literatură explorând rolul costurilor de agenție în explicarea reducerii de valoare cauzate de diversificare. Ei au examinat relația dintre valoarea firmei, guvernarea corporativă și drepturile acționarilor, utilizând Indicele Guvernării (dezvoltat de Gompers, Ishii, și Metrick) pentru măsurarea puterii drepturilor acționarilor.

Literatura de specialitate abundă în studii care se limitează la a investiga doar efectele diversificării asupra performanței firmei, fără a ține seama de posibilele influențe ale structurii corporative, iar, pe de altă parte, se dovedește a fi destul de săracă în lucrări care să se concentreze exclusiv pe efectele caracteristicilor locale asupra structurii guvernării și strategiei de diversificare.

Având în vedere importanța acestui subiect în bogatul corp al literaturii de specialitate, în continuare lucrarea se va concentra asupra formelor principale ale diversificării, pe motivele care stau la baza direcționării companiei spre un grad ridicat de complexitate, precum și pe caracteristicile firmelor diversificate.

## **2. Relația de cauzalitate guvernanta – diversificare. Cazul companiei transnaționale**

### **2.1. Strategia de diversificare – motive, rol, caracteristici ale firmelor diversificate**

Atunci când se face referire la politica de afaceri ca sarcină a top managementului și la răspunderea pe care acesta o are față de corporația transnațională, trebuie luată în considerare și strategia diversificării corporative. Literatura finanțelor corporative se referă și ea la acest aspect, punând accentul în general pe plusul de valoare pe care acționarii îl așteaptă ca urmare a acțiunilor de diversificare a organizației. “Diversificarea nu reprezintă un scop și nici un plan. Fiecare firmă alege tipurile de afaceri în care se va implica, măsura în care își va folosi expertiza și resursele de care dispune și gradul corespunzător de diversificare. Strategia de diversificare este gradul în care activitatea de pe piața unui nou produs folosește abilitatea managementului general și structura administrativă creată” [Rumelt, 1975].

Firmele au apelat la strategii de diversificare încă din anii 1960 și 1970. Principalele câștiguri atribuite noțiunii de diversificare au fost capacitatea de îndatorare mai mare, reducerea riscului, deducerile de taxe, economiile de scară, stabilitatea câștigurilor. Însă, începând cu anii 1980, s-au ridicat numeroase semne de întrebare asupra eficienței strategiei de diversificare. Faptul că acționarii erau forțați să accepte uneori o combinație fixă de sectoare de activitate, care nu se potrivea profilului lor de risc și venituri, era fundamentul acestor suspiciuni. În plus,

existau dovezi de supra-investire și de subvenționare a unor divizii neprofitabile. În cele din urmă, în anii 1980 companiile au început să își diminueze numărul de divizii, mai ales prin intermediul preluărilor. Concurența crescută și șocurile de reglementare au contribuit la concentrarea companiilor asupra unui număr mic de activități din sectoare diferite prin renunțarea la anumite segmente. Cu toate acestea, în ultimul deceniu fenomenul tot mai pronunțat al integrării piețelor produselor din întreaga lume a transformat diversificarea internațională într-o strategie mai fezabilă.

#### **2.1.1. Rolul strategiei de diversificare**

Diversificarea, așa cum adepții săi afirmă, joacă un rol important nu numai în domeniul investițiilor personale, dar și în strategia corporativă. Unul dintre pilonii teoriei investițiilor este faptul că diversificarea reduce riscul fără să afecteze veniturile. Spre deosebire de diversificarea portofoliilor de investiții, beneficiile diversificării corporative nu sunt atât de evidente. Diversificarea corporativă reprezintă pătrunderea unei organizații într-un nou segment de activitate, fie prin procese de dezvoltare internă a afacerii, fie prin achiziție, ceea ce generează schimbări în structura administrativă, sistemele interne de organizare și funcționare și în procesele de management. O altă definiție mai scurtă care face referire la teoria portofoliului este aceea că diversificarea corporativă se referă la implicarea companiilor în afaceri distincte cu scopul de a crea valoare pentru mulțumirea și păstrarea acționariatului, prin integrarea sinergică a unei noi afaceri în cadrul uneia deja existente, sporind astfel avan-

tajul competitiv al celei dintâi. Când o companie decide să își diversifice activitățile și începe să activeze în diferite industrii, ea adoptă o strategie de diversificare la nivel corporativ, care îi va da posibilitatea să se adapteze la condițiile curente ale mediului său extern. Astfel, într-o companie cu o singură unitate de afacere, managerii au de a face cu o singură industrie și trebuie să învețe să-i concureze cu succes pe ceilalți agenți economici existenți pe piață, în timp ce într-una diversificată managementul trebuie să creeze planuri strategice pentru mai multe afaceri și să concureze în industrii multiple.

Dezvoltarea unei strategii de diversificare la nivel transnațional se consideră a fi un proces complex compus din patru etape [Mendes-da-Silva ș.a., 2004] și anume:

- decizia asupra schimbărilor necesare poziționării companiei în industriile alese pentru diversificare;
- acțiuni luate pentru maximizarea performanței companiei după diversificare;
- realizarea de beneficii și transformarea lor în avantaje competitive;
- evaluarea perspectivelor de profit ale fiecărei unități de afaceri cu scopul alocării de resurse.

De aceea, diversificarea este văzută ca o funcție a deciziilor de management, care reprezintă factori determinanți pentru viitorul companiei, și ca o cauză a problemelor apărute pentru transnațională legate de coordonarea, planificarea și controlul exercitat la nivelul top managementului. Prin urmare, diversificarea este percepută ca o strategie cu două obiective importante: îmbunătățirea execuției proceselor de bază și întărirea poziției structurale ale unei unități de afacere

În demersul de a identifica relația existentă între strategia de diversificare și efectele asupra organizației, numeroase studii au menționat diverse forme de diversificare. Clasificarea cea mai des întâlnită conține două variante: diversificarea sectorială (operațiunile companiei fiind dispersate pe mai multe segmente de activități productive) și cea geografică (operațiunile companiei sunt dispersate într-un spațiu geografic). Deseori, s-a observat că o mare parte a corporațiilor transnaționale tind să își diversifice operațiunile atât din punct de vedere al noilor segmente de activitate, cât și din punct de vedere al extinderii activităților pe plan internațional. Prin urmare, în funcție de strategia de diversificare implementată există mai multe tipuri de organizații (vezi Figura 1).

Tipologia strategiilor de diversificare elaborate de Richard Rumelt în studiul său din 1975 reprezintă cea mai amplă și complexă clasificare, deoarece ține seama și de similaritățile existente în marketing, distribuție, cercetare-dezvoltare, precum și tehnologia utilizată în producție. În atribuirea unei anumite categorii din punct de vedere al diversificării sectoriale, Rumelt a folosit trei indicatori:

- *rata specializării*: proporția veniturilor unei organizații care poate fi atribuită activității sale predominante;
- *rata înrudirii activităților*: proporția veniturilor unei organizații care poate fi atribuită celui mai mare grup de activități înrudite desfășurate;
- *rata integrării verticale*: proporția veniturilor unei organizații care provine din totalul produselor neprelucrate, intermediare și finite aparținând unei secvențe de activități de producție integrată vertical.

Se disting, astfel, patru tipuri de or-

### Diversificarea sectorială

<b>Diversificarea geografică</b>		<b>Un singur segment industrial</b>	<b>Mai multe segmente industriale</b>
	<b>Național</b>	Firme naționale cu un singur segment industrial  <i>Concentrate</i>	Firme naționale cu mai multe segmente industriale  <i>Diversificate doar industrial</i>
	<b>Global</b>	Firme globale cu un singur segment industrial  <i>Diversificate doar global</i>	Firme globale cu mai multe segmente industriale  <i>Diversificate atât industrial cât și global</i>

Sursa: Young Sang Kim ș.a. [2005].

Figura 1

ganizații în funcție de strategia de diversificare.

a) *Afacere unică* – reprezintă orice organizație care obține 95% din venituri din una dintre activitățile sale.

b) *Afacere dominantă* – orice organizație care obține 70-94% din venituri din una dintre activitățile sale (activitatea de bază). Afacerile dominante se divid în patru subgrupe:

- *afacere dominantă verticală* – orice organizație cu afacere dominantă și care este integrată vertical;
- *afacere dominantă constrânsă* – orice organizație cu afacere dominantă care se diversifică construită în jurul unui singur punct forte;
- *afacere dominantă legată* – orice organizație cu afacere dominantă care se diversifică pe baza unuia sau a mai multor puncte forte sau plecând de la una sau mai multe resurse. Punctul forte poate să difere în funcție de segmentul de activitate al organizației;
- *afacere dominantă neînrudită* – orice organizație cu afacere domi-

nantă ale cărei activități de diversificare nu sunt legate de activitatea dominantă.

c) *Afacere înrudită* – orice organizație care obține mai puțin de 70% din vânzările sale dintr-o singură activitate și care abordează activități strâns înrudite. Afacerile înrudite se divid la rândul lor în două sub-grupe:

- *afacere înrudită constrânsă* – orice organizație cu afacere înrudită care se diversifică în jurul unui singur punct forte sau a unei singure resurse asociată cu activitatea inițială;
- *afacere înrudită legată* – orice organizație cu afacere înrudită care se diversifică pe baza unuia sau a mai multor puncte forte sau plecând de la una sau mai multe resurse. Punctul forte sau resursa în cauză poate să difere în funcție de segmentul de activitate al organizației.

d) *Afacere neînrudită* – orice organizație care obține mai puțin de 70% din vânzările sale dintr-o singură activitate și care abordează activități neînrudite. Aceste afaceri se divid la rândul lor în două

subcapitole:

- *multi-afacere* – orice organizație cu afacere neînrudită care desfășoară câteva activități ample și aparținând unor sectoare diferite;
- *portofoliu neînrudit* – orice organizație cu afacere neînrudită care desfășoară numeroase activități din sectoare diferite.

În companiile transnaționale, strategia de diversificare se determină la două niveluri structurale. În primul rând, fiecare unitate de afaceri își alege pentru implementare propria strategie de afacere cu scopul de a concura eficient și a realiza venituri peste medie, creând în același timp valoare și pe piețe individuale. În al doilea rând, firmele diversificate adoptă și o strategie la nivel de grup, în așa fel încât să se aibă în vedere atât deciziile, cât și modalitatea de administrare a tuturor afacerilor lor care activează în diverse industrii și piețe. Prin urmare, strategia concepută la nivel de corporație este o încercare de a obține un avantaj competitiv prin deciziile și administrarea unei colecții de afaceri diferite atât prin produse cât și prin piețele de desfacere.

### 2.1.2. Motive de diversificare

Există numeroși factori determinanți ai diversificării, cum ar fi resursele, motivele administrative referitoare la diversificare, precum și stimulii proveniți atât din mediul extern (reglementări antitrust, legi fiscale), cât și din cel intern companiei (spre exemplu, evitarea pierderii de valoare, reducerea riscului global al firmei). O imagine holistică a principalelor surse de influență în luarea deciziei de diversificare se poate observa în Anexă.

Cele mai des întâlnite motive ale

adoptării strategiei de diversificare:

a) *Economiile de scală și de gamă (sinergii)*. Fuziunea a două companii cu produse similare le permite acestora creșterea producției și obținerea de costuri operaționale mai reduse. Economiile pot rezulta din cheltuieli de regie scăzute sau din capacitatea de a produce o cantitate mai mare cu costuri fixe mai mici (consolidate). Pot exista de asemenea abilități manageriale diferite. De exemplu, o firmă eficient gestionată poate prelua una mai puțin eficientă cu scopul îmbunătățirii managementului. Eficiența poate fi obținută și prin resursele financiare comune, prin suportarea riscului în comun sau prin sinergii ale strategiilor de marketing, de distribuție și cercetare-dezvoltare. În consecință, se creează valoare prin relaționare operațională (firmele își împart activitățile între ele) sau prin relaționare corporativă (se transferă competențele și abilitățile manageriale importante între unități).

b) *Puterea pe piață*. Achizițiile și fuziunile pot crește cota de piață a firmei în special când ambele sunt în același domeniu de activitate. O limitare este faptul că cota de piață mai mare nu garantează profituri mai ridicate sau valoare pentru acționari mai mare, chiar dacă concurența pe piață este diminuată. În plus, o altă problemă ar fi diferențele existente între legile antitrust din anumite țări.

c) *Stabilitatea profitului*. Achiziția unei noi afaceri poate reduce riscurile legate de volatilitatea profitului firmei cumpărătoare prin extinderea liniilor de afacere ale organizației. Efectul este garantat mai ales când afacerea principală depinde de vânzările ciclice sau sezoniere, strategiile de diversificare determinând dispersarea riscului prin adăugarea de noi produse la liniile de afacere existente. Prin urmare, diversificarea are rost atunci când piața

produsului principal este incertă. Și în această situație pot să apară probleme, și anume, cele de agenție cum ar fi: de ce trebuie ca investitorii prin finanțarea diversificării firmei să îi protejeze pe manageri de riscul pieței (beneficiul minimizării riscului îl reprezintă asigurarea locului de muncă pentru manager).

*d) Îmbunătățirea performanței financiare.* Firmele de dimensiuni mai mari generează mai repede numerar care poate fi investit în diverse afaceri performante. Ele acționează ca bancheri pe piața internă de capital.

*e) Creșterea dimensiunilor firmei.* Diversificarea este un mod de a crește. Spre deosebire de creșterea naturală care necesită timp pentru planificarea, dezvoltarea și implementarea unui nou proiect, o achiziție sau o fuziune poate fi realizată destul de repede cu ajutorul unor sisteme, unei tehnologii sau unei expertize aflate la îndemână.

În cele din urmă, este posibil ca decizia de diversificare internațională să aibă la baza motive manageriale. Spre exemplu, o reducere a riscurilor administrative manageriale, adică riscul de pierdere a locurilor de muncă și remunerațiilor ridicate, constituie din perspectiva managementului un motiv pentru diversificare. Diversificarea oferă beneficii managerilor de care acționarii nu se pot bucura. Beneficiile rezultă din corelația puternică între diversificare și mărirea firmei: o dată cu creșterea dimensiunii, compensațiile oferite managerilor sunt mai mari. Nivelul diferit de remunerare determină un manager să implementeze grade mai ridicate de diversificare compromițând performanța financiară a firmei. Astfel, la baza deciziei managementului companiei de inițiere a programelor de diversificare pot sta motive manageriale diferite, în

principal diminuarea riscului presupus de locul de muncă și alte beneficii personale non-financiare, precum perspectivele unei cariere viitoare, puterea, prestigiul și statutul social. În plus, pe măsură ce o organizație crește, ea devine mai complexă din punct de vedere organizațional necesitând competențe mai mari din partea unui manager. Concedierea managerului devine mai costisitoare, iar remunerația sa va crește. Aceste argumente întăresc și mai mult faptul că *diversificarea reprezintă rezultatul problemelor de agenție cu care se confruntă o firmă transnațională.*

Un conflict de interese între acționari și manageri poate lua naștere din posibilitatea celor dintâi să își reducă riscul portofoliului de investiții prin diversificare, în timp ce managerii nu dispun de această oportunitate. De aceea, top managerii aleg un nivel al diversificării care maximizează dimensiunea firmei și are efect direct asupra compensațiilor pe care le primesc odată cu reducerea riscului. Însă, în situația în care mecanismele de guvernare nu sunt suficient de puternice încât să controleze deciziile manageriale, agenții (top managementul) – care au la dispoziție fluxuri de numerar libere – pot diversifica până în momentul în care o firmă nu mai reușește nici măcar să obțină profiturile medii. Cu cât motivațiile sunt mai mari și resursele mai flexibile, cu atât se așteaptă să fie mai mare gradul de diversificare al firmei.

*Factorii esențiali pentru limitarea tendințelor de diversificare exagerată și, prin urmare, a problemelor de agenție, sunt mecanismele de guvernare.* Ele au rolul de a descuraja și de a diminua efectele acțiunilor manageriale îndreptate spre obținerea de câștiguri administrative ci nu spre obiectivele corporative, afectând în



consecință performanța financiară a firmei. Companiile în care structura guvernantei nu este eficientă se confruntă cu o scădere a valorii firmei ca efect al unei diversificări excesive.

### **2.1.3. Caracteristici ale firmelor diversificate comparativ cu cele ale firmelor concentrate**

Din punct de vedere al caracteristicile financiare, s-a observat că ponderea datoriilor pe termen lung în totalul activelor este mai mare la firmele diversificate cu aproximativ 4%, sugerând un grad de îndatorare mai înalt. Mărimea cheltuielilor pentru cercetare și dezvoltare este cu mult diminuată, activele totale au o valoare mai mare la firmele diversificate, pe când valoarea creată pentru acționari (surplusul obținut de acționari ca proprietari peste câștigul cerut de acționarii ca investitori) este semnificativ redusă. Deținerile de acțiuni ale CEO, ale directorilor și managerilor sunt mai reduse cu aproximativ 6,6% în firmele multi-segmentate decât deținerile medii din firmele cu un singur segment. În general, CEO în firmele diversificate câștigă cu 110.000 \$ mai mult la salariu și bonusuri și cu 400.000\$ mai mult în privința stocului de opțiuni decât cel din firmele care nu au optat pentru strategia de diversificare. Magnitudinea acestei diferențe indică creșteri de circa 9,1% în totalul compensațiilor oferite în firmele diversificate, datorită în primul rând expertizei și competențelor manageriale necesare mult mai ridicate. În ceea ce privește sensibilitatea compensațiilor la prețul acțiunilor, în firmele nediversificate CEO primesc compensații mai ridicate cu 1,4 \$ la fiecare schimbare cu 1.000 \$

în averea acționarilor, în timp ce în cele diversificate creșterea este doar de 1,11\$ sugerând o diminuare cu 20% a gradului de sensibilitate a salariului la performanță [Anderson ș.a., 2000].

Gradul de schimbare a managerilor este semnificativ mai ridicat în firmele diversificate, frecvența de schimbare a CEO fiind de 7,8 % în firmele multi-segmentate în comparație cu 5,8% în cele cu un singur segment. Relația dintre gradul de schimbare a managerilor și performanța firmei nu este semnificativ diferită de cea existentă în firmele concentrate. Se poate afirma în consecință că alte mecanisme alternative de guvernare pot fi folosite ca substitute pentru sensibilitatea scăzută a salariului la performanță și pentru proprietatea redusă de acțiuni a CEO. Astfel, relativ la firmele concentrate, cele diversificate au mai mulți directori externi, grad de schimbare a managerilor mai înalt și sensibilitate similară a cifrei de afaceri la prețul acțiunilor. Mai mult, deținerile celor din exterior și structura compensațiilor sunt similare cu cele din firmele cu un singur segment [Anderson ș.a., 2000].

În medie, firmele diversificate, spre deosebire de cele nediversificate, au consilii de administrație mai mari (cu circa un director mai mult), dar cuprind cu 6% mai mulți directori externi (care sunt legați de companie doar prin funcția pe care o dețin) și cu 5% mai puțini directori interni (care sunt angajați ai firmei și dețin în portofoliile lor acțiuni ale firmei). Perioada de ocupare a funcției de CEO este în medie de 10 ani în firmele diversificate în comparație cu 14 ani în firmele concentrate. Acest lucru este consistent prin corelare cu gradul ridicat de schimbare a CEO și cu faptul că noii CEO dețin mai puține acțiuni decât cei

mai experimentați [Anderson ș.a., 2000].

În ceea ce privește sursa majoră de capital, firmele publice sunt mai diversificate decât cele private. Astfel, gradul redus de diversificare din firmele private este rezultatul costurilor de agenție mai reduse asociate cu o structură a proprietății mai concentrată. În plus, într-o companie de stat, spre deosebire de firmele private, interesele politice pot avea o importanță mai mare decât performanța financiară, influențând astfel strategiile implementate, cu consecință directă asupra creării de valoare pentru acționari.

Diferențele naționale (deosebirile politice și constrângerile legale asupra proprietății și controlului) au și ele un impact important asupra strategiilor de diversificare sectorială și geografică. Astfel, companiile cu sediul principal în Germania conduc în termeni de diversificare internațională după ce au cunoscut o creștere a activităților transnaționale în perioada 1987-2000. Cele din Japonia se implică mai mult în diversificarea relaționată față de firmele americane, deși modelele lor industriale sunt similare. Organizațiile japoneze au cea mai mare valoare a activelor, urmate fiind de cele din Coreea și Hong Kong. Contrastele majore între Europa și SUA, respectiv Japonia, sunt legate și de componența consiliului de administrație – numărul non-managerilor și al directorilor (celor din interior) în consiliu. În Japonia, managerii domină consiliul de administrație, spre deosebire de Europa și SUA unde sunt minoritari. În Germania, Finlanda, Danemarca și Olanda consiliul de administrație este format din două structuri (consiliul de management și consiliul de supervizare). Țările diferă și prin reglementările asupra proprietății, unele permițând băncilor (Japonia) să devină acționari, altele statu-

lui (Franța). Concentrarea proprietății doar între firme înrudite, bănci și familii (în special în Japonia) are drept rezultat crearea de grupuri industriale consolidate cu acționariat încrucișat. În SUA și Marea Britanie, proprietatea este dispersată între numeroși investitori instituționali și individuali neînrușiți.

## **2.2. Precizări conceptuale privind guvernanta corporativă**

### **2.2.1. Definiții și delimitări conceptuale**

Termenul de guvernanta corporativă este relativ nou, chiar dacă problemele la care se referă au fost dezbătute cu mult timp înainte. Până în prezent, cele mai multe dezbateri s-au axat pe politica legislativă și pe politica transparenței pentru descoperirea activităților frauduloase, ceea ce a avut ca rezultat soluționarea simptomelor și nu a cauzelor problemelor de guvernanta. În literatură există două sensuri ale termenului de guvernanta:

- ea reflectă procesele prin care companiile sunt direcționate și controlate;
- guvernanta reprezintă un domeniu în economie care studiază problemele determinate de separarea proprietății și a controlului.

Încercările mai recente de a defini guvernanta corporativă au pus accentul pe natura relației dintre manageri și acționari ca relație de agenție. Guvernanta vizează un set complex de constrângeri care modelează negocierea ulterioară asupra rentelor generate de firmă. Alocarea proprietății, structura capitalului, schemele de motivare a managerilor, preluările, consiliul de administrație, presiunile făcute de investitorii instituționali, concurența de pe piața produselor și de pe cea a forței de

muncă, precum și structura organizațională pot fi gândite ca instituții ale guvernantei care afectează procesul de distribuire a rentelor.

Pentru Shleifer și Vishny [1997], guvernanta corporativă reprezintă modalitatea în care furnizorii de capital financiar se asigură ca vor obține un profit din investiția realizată. Uneori s-a avansat ideea că guvernanta corporativă este determinată de alocarea acțiunilor firmei între cei din interior (specialiștii, directori și alți investitori individuali, corporatiști sau instituționali care sunt afiliați managementului) și investitorii din exterior (*outsiders*).

O definiție mai cuprinzătoare este aceea că: guvernanta corporativă presupune mecanismele prin care acționarii își exercită controlul asupra celor din interiorul corporației (angajați și mai ales managerii) și a celor din exterior (investitori strategici, intermediari financiari) pentru ca interesele lor să fie protejate. Problemele de guvernanta corporativă apar în cadrul unei organizații dacă sunt îndeplinite două condiții. În primul rând, există o problemă de agenție sau un conflict de interese care implică membrii unei organizații – proprietarii, managerii, angajații sau consumatorii. În al doilea rând, costurile de tranzacție sunt astfel încât această problemă de agenție nu poate fi rezolvată printr-un contract.

Guvernanta corporativă este considerată un sistem intern cuprinzând politici, procese și oameni, care satisface nevoile acționarilor prin supravegherea obiectivă și integrală a activităților de management. O guvernanta corporativă sănătoasă se bazează pe legislația piețelor externe și pe o cultură care promovează politicile și procesele companiei. Calitatea guvernantei corporative percepută pe piață are un

impact semnificativ asupra prețului acțiunilor, precum și asupra costului capitalului atras de pe piață. Ea este determinată de piețele financiare, legislație, alte forțe externe ale pieței și mediul organizațional internațional, modul în care politicile sunt implementate și echipele sunt coordonate. Forțele externe sunt în afara ariei de control al oricărui consiliu de administrație. În schimb, mediul intern oferă firmelor posibilitatea de a se diferenția de concurență prin unicitatea culturii organizaționale.

*Pe scurt, guvernanta este un set de procese, obiceiuri, politici, legi și instituții care influențează modul în care corporația este direcționată, administrată și controlată.* Guvernanta corporativă implică prin urmare relația dintre mai mulți jucători (acționarii, managerii și consiliul de administrație) și obiectivele firmei. Ea este folosită pentru verificarea concordanței dintre obiective și rezultate și pentru motivarea organizației să își îmbunătățească activitatea prin alinierea comportamentelor. Structura guvernantei este alcătuită de regulile și procedurile care influențează luarea deciziei asupra afacerilor corporative. Ea reprezintă și modalitatea prin care obiectivele firmei sunt stabilite, precum și mijloacele de atingere și monitorizare a performanței acelor obiective.

Toate aceste definiții au unele elemente comune, și anume:

- prezența unor conflicte de interese între cei din interior și cei din afară, în special cele care sunt determinate de separarea proprietății și a controlului asupra profitului realizat de firmă;
- existența unor informații care indică că astfel de probleme de guvernanta nu pot fi rezolvate satisfăcător prin intermediul contractelor complete, da-

torită incertitudinii semnificative, a asimetriei de informații și a costurilor de contractare întâlnite în relațiile dintre furnizorii de capital și cei din interior (*insiders*);

- mecanismele (interne și externe) de monitorizare a acestor conflicte. Modul în care aceste instrumente de monitorizare sunt create și funcționează într-o anumită firmă definesc natura și caracteristicile guvernantei corporative.

### **2.2.2. Importanța guvernantei corporative**

La baza atenției acordate guvernantei corporative se află câteva motive principale. În primul rând, au apărut dubii legate de eficiența mecanismelor guvernantei, iar în al doilea rând, s-au înmulțit scandalurile financiare, eșecurile afacerilor, zvonurile media legate de salariile excesive ale managerilor, instrumentele antipreluare adoptate de către managerii din companiile publice și fraudele manageriale. În al treilea rând, s-a observat creșterea importanței legislației antipreluare (în special în SUA), ceea ce a limitat efectul disciplinar al preluărilor asupra managerilor. În ultimul rând, s-au dezbătut îndelung structurile comparative de guvernare corporativă (în special modelele din SUA, Japonia și Germania), recent fiind adoptate un număr mare de inițiative referitoare la problemele guvernantei, de către autoritatea pieței de capital și celelalte autorități.

Problemele specifice guvernantei corporative au preocupat țările dezvoltate și în curs de dezvoltare și datorită efectelor sale asupra performanței economice și asupra capacității firmei de a procura

capital pe termen lung cu un cost scăzut. Numeroasele eșecuri ale guvernantei corporative au îndreptat atenția guvernelor, companiilor și a publicului general spre amenințarea integrității piețelor financiare, chiar dacă nu se cunoaște încă existența vreunui sistem care să prevină eșecurile sau măcar să furnizeze o garanție împotriva fraudei. Recentele scandaluri financiare asociate cu fraudele făcute de conducerea marilor firme (Enron, Worldcom, Adelphia) au pus sub semnul întrebării interesele căror jucători (muncitorii, creditorii sau comunitatea generală) sunt satisfăcute prin administrarea unei companii. Un răspuns frecvent este că managerii superiori posedă prea multă influență în cadrul companiilor, activitățile lor neputând fi monitorizate mai ales în companiile cu o dispersie ridicată a proprietății. Chiar dacă asemenea scandaluri nu sunt cu siguranță noi, există un interes revigorat pentru mecanismele care pot în mod eficient să diminueze influența managerilor în aspectele cu impact ridicat asupra averii acționarilor.

### **2.2.3. Mecanismele guvernantei corporative utilizate pentru reducerea conflictelor și costurilor de agenție**

În general guvernarea se consideră a fi un set de mecanisme (instituționale sau specifice pieței) care determină decidenții companiei să acționeze în direcția maximizării valorii companiei pentru proprietarii săi (furnizorii de capital). Privită altfel, această definiție arată de fapt că guvernarea corporativă reprezintă modul în care furnizorii de capital se asigură că vor obține venituri din investiția făcută. De cele mai multe ori însă apar conflicte de interese între manageri și acționari, iar

relația de agenție nu mai funcționează perfect. Reducerea conflictelor de agenție presupune suportarea de către acționari a unor costuri de agenție, adică a acelor costuri totale pentru încurajarea comportamentului managerial care să ducă la maximizarea prețului acțiunilor firmei. Ele sunt reprezentate de cheltuielile de monitorizare a activităților manageriale, cheltuielile de structurare organizațională și costurile de oportunitate. Dacă acționarii nu întreprind nici un efort pentru influențarea comportamentului managerial costurile de agenție sunt zero, dar impactul asupra averii lor este negativ. Dacă însă ei îi supraveghează atent, costurile sunt foarte mari și sunt suportate doar atâta timp cât unitatea monetară cheltuită produce mai mult de o unitate monetară la nivelul avuției acționariatului.

Mecanismele guvernantei, analizate în special în SUA, concepute pentru limitarea activităților discreționare ale managerilor sunt împărțite în externe și interne firmei. Consiliul de administrație și structura proprietății de acțiuni sunt principalele mecanisme interne. Din cele externe, piața preluărilor și sistemul legal (de reglementare) prezintă cea mai mare importanță.

#### *A) Mecanismele disciplinare externe*

Mecanismele externe de control includ încercarea externă de preluare, concurența pe piața produselor și cea a factorilor de producție, piața forței de muncă managerială, sistemul legal.

#### *Încercarea de preluare*

Divergența dintre interesele managerilor și cele ale acționarilor poate fi diminuată prin monitorizarea activităților celor dintâi în scopul limitării comporta-

mentului oportunist. Spre exemplu, o a treia parte independentă atestă acuratețea informațiilor furnizate investitorului de către manager. Însă datorită fenomenului călătorului clandestin, micii acționari au puține motive de recurgere la monitorizarea managementului. De aceea, mecanismul de preluare constituie o soluție pentru problemele de agenție. Dacă management este inefficient sau nu acționează în interesul acționarilor, un *raider* poate face o ofertă de preluare, cumpără firma la un preț mai mic, o gestionează mai bine și apoi o vinde la un preț mai mare obținând profit. O caracteristică a acestui mecanism este faptul că el se aplică într-un mod nediscriminatoriu tuturor firmelor, în timp ce existența celorlalte mecanisme (datoriile sau dividendele) sunt dependente de deciziile managerilor sau acționarilor.

Cu toate acestea, mecanismul preluărilor prezintă anumite limite. Efectele pozitive ale mecanismului pot fi diminuate dacă acționarii refuză să vândă *raider*-ului acțiunile deținute mai ales când politicile firmei nu prevăd instrumente care să combată această problemă. În asemenea situații, este posibil ca cel care preia firma să fie obligat să plătească acționarilor din firma țintă o parte a beneficiilor așteptate în urma îmbunătățirii performanței firmei pentru a-i motiva să accepte oferta de preluare. În plus, preluările presupun nu doar costurile legate de vechiul acționariat dar și cele de căutare, de emitere, de tranzacționare care transformă aceste mecanisme în soluții costisitoare. Prin urmare, în prezența doar a acestui mecanism de monitorizare, managerii sunt liberi să devieze de la o performanță optimă atâta timp cât ei nu determină o scădere a prețului firmei mai mare decât costurile preluării.

Un alt dezavantaj ar fi efectul corector ulterior spre deosebire de celelalte mecanisme care acționează ca bariere disciplinare anterioare apariției eșecurilor manageriale. Prin urmare, atunci când preluările disciplinare au loc, este de obicei prea târziu pentru evitarea costurilor directe și indirecte foarte mari determinate de activitățile manageriale suboptimale din trecut. De aceea, se poate afirma că amenințarea cu preluarea constituie un mecanism mai eficient decât preluarea propriu-zisă deși credibilitatea acelei amenințări se bazează pe observarea activităților de preluare ostilă de pe piață.

Preluările ostile funcționează corespunzător atunci când mecanismele interne de guvernare, precum consiliul de administrație eșuează în controlarea comportamentului managerial orientat spre diminuarea valorii. Când mecanismele interne de control eșuează, iar diferența între valoarea actuală a firmei și cea potențială este negativă, motivația părților de deținere a controlului firmei crește. Piața controlului corporativ este foarte dinamică. Schimbările se întâmplă întotdeauna cu o primă, creând astfel valoare pentru acționarii firmei țintă. Prin urmare, cea mai mică amenințare cu schimbarea controlului îi stimulează pe manageri să mențină valoarea firmei ridicată astfel încât diferența de valoare să nu fie îndeajuns de mare pentru facilitarea unui atac din exterior.

O rată mare de plecare a managerilor, cu o frecvență mai ridicată atunci când firmele preluate sunt neperformante în cadrul industriei respective, s-a observat în urma preluărilor de succes ceea ce evidențiază și mai mult eficiența caracterului disciplinar al preluărilor.

Preluările ostile în Europa Occidentală (cu excepția Marii Britanii) sunt foarte

rare. O cauză ar fi structura piețelor de capital europene caracterizate printr-un număr scăzut de companii listate la bursă și o mare concentrare a proprietății spre deosebire de piața SUA.

#### *Mediul legal*

Gradul în care legile unei țări protejează drepturile proprietarilor și măsură în care acestea sunt aplicate reprezintă determinanții de bază ai modului în care finanțarea și guvernarea corporativă evoluează într-o țară. Prin urmare, un alt mecanism extern cu mare impact asupra guvernării corporative este cadrul legal, care se manifestă în mai multe moduri. Astfel, mediul legal este reprezentat de legislația care afectează direct eficiența sau costul unuia/mai multor instrumente de monitorizare. De exemplu, în SUA foarte multe state au adoptat o legislație care mărește costurile preluărilor ostile. Aceasta este unul din factorii decidenți ai evitării preluării ca mecanism general de controlare a activităților manageriale. Un alt exemplu este existența unor reguli legale care dau o importanță deosebită politicii de dividend ca potențial instrument pentru rezolvarea posibilelor probleme de agenție legate de proprietatea de acțiuni. Exemple sunt: Brazilia, Chile, Columbia, Grecia și Venezuela, țări care se confruntă cu reguli de dividend obligatorii. În alte țări rolul mediului legal este mai subtil. Astfel, în Marea Britanie s-au format mai multe consilii care fac recomandări destinate îmbunătățirii practicilor de guvernare corporativă utilizate de consiliul de administrație.

Un aspect important al acestui mecanism este protecția acționarilor minoritari. Existența și eficiența regulilor legale care protejează investitorii sunt un determinant major al dezvoltării piețelor de capi-

tal locale. Prin urmare, dacă guvernanta corporativă este o barieră în calea obținerii de capitaluri externe, atunci calitatea sistemului legal de protejare a investitorului este un stimul al capacității firmelor și investitorilor de a crea structuri adecvate de guvernanta corporativă. Reglementarea fiecărui tip de investitor instituțional este un determinant al dorinței investitorului de a se implica în acțiunile de monitorizare manageriale. De asemenea, existența barierelor legale utilizate împotriva formării de coaliții instituționale este un alt potențial factor care influențează activismul acționarilor instituționali.

Caracteristicile mediului legal specifice fiecărei țări pot avea consecințe asupra guvernantei corporative. De exemplu, în Marea Britanie sunt impuse anumite cerințe obligatorii pentru emisiunea de acțiuni. Acestea afectează costurile formelor alternative de control corporativ, dând investitorilor puterea de a impune schimbări de control ca o condiție a contribuției cu noi fonduri. În SUA, cerințe asemănătoare sunt incluse în articolele referitoare la asociere, dar ele nu sunt obligatorii și sunt rar folosite.

#### *Piața forței de muncă managerială și monitorizarea reciprocă de către manageri*

Fama [1980] afirmă că fiecare manager contribuie într-o anumită măsură la performanța managerilor superiori sau inferiori și, ca efect, el întreprinde activități de monitorizare în ambele direcții. Această afirmație este consecventă cu faptul că piața forței de muncă managerială folosește performanța firmei pentru a determina salariul fiecărui manager. Fiecare manager poate observa că produsul său marginal este o funcție pozitivă a eficien-

ței managerilor superiori. Prin urmare, este posibil ca ei să urmărească obținerea de câștiguri prin surclasarea managerilor superiori ineficienți.

Pentru Fama piața forței de muncă exercită o presiune directă asupra firmei pentru a realiza compensarea și recrutarea managerilor în funcție de performanța lor în scopul creșterii ratei de reținere a celor mai buni manageri și sporirii atractivității firmei pentru managerii foarte performanți existenți pe piața forței de muncă.

Conform aserțiunii lui Fama că piața forței de muncă managerială folosește informații despre performanța anterioară pentru stabilirea salariilor și definirea de oportunități alternative de locuri de muncă pentru manageri, s-a observat că managerii care au plecat din firme în urma dezastrelor financiare dețin cu circa o treime mai puține locuri în consiliul de administrație al altor companii. Piața face distincția între managerii care își pierd pozițiile anterioare din motive independente și cei care au contribuit la eșecul instituției respective. Astfel, este de două ori mai probabili ca managerii din băncile care falimentează din diverse motive – exceptând controlul managerilor – să obțină posturi în sistemul bancar decât managerii de la alte bănci aflate în aceeași situație.

În concluzie, există diverse mecanisme de aliniere a intereselor managerilor cu cele ale acționarilor:

- mecanismele de preluare. Deși privite ca instrumente disciplinare importante, costurile le pot limita eficiența, dând managerilor un anumit grad de libertate să devieze de la un comportament maximizator de valoare. În plus, în cele mai multe țări europene, structura specifică a pieței de capital și natura proprietății corporative fac ca

- acest instrument să fie rar pus în practică;
- cadrul legal poate afecta direct eficiența instrumentelor disciplinare. Este cazul preluărilor ostile din SUA, deși multe alte experimente legale au ca țintă îmbunătățirea practicilor de guvernare corporativă la nivel de firmă;
  - alte mecanisme de control general al managerilor includ concurența de pe piața produsului, reputația managerială, piața forței de muncă a managerilor și monitorizarea reciprocă a managerilor. Cu toate că aceste mecanisme sunt intuitive, ele sunt folosite limitat în practică, de obicei doar în circumstanțele extreme. De exemplu, monitorizarea reciprocă are succes doar în companii cu performanță scăzută, sau concurența de pe piața produsului doar atunci când piețele devin excesiv de competitive în așa fel încât nici o strategie de reducere a valorii nu este permisă. În condiții normale, există anumiți factori care fac ca aceste mecanisme să prezinte limite în rezolvarea problemelor de guvernare corporativă și anume: numirea de către directorul general în funcțiile din consiliul de administrație, coalițiile manageriale, crearea dependenței față de manageri, conflictele de interese și piețele imperfecte.

#### *B) Mecanismele disciplinare interne*

##### *Consiliul de administrație*

Consiliul de administrație este apărătorul intereselor acționarilor din companiile publice prin intermediul activităților de monitorizare și control [Fama și Jensen, 1983]. Este principala "armă" pentru protecția împotriva managerilor care acționează contrar intereselor acționa-

rilor. Consiliul de administrație are autoritatea legală de a ratifica și monitoriza inițiativele manageriale, de a evalua, răsplăti sau penaliza performanța top-managerilor. Marea majoritate a consiliilor sunt alcătuite din top manageri și directori din exteriorul firmei. Directorii din exterior contribuie atât prin expertiză, cât și prin obiectivitate la evaluarea deciziilor manageriale. Acest lucru conduce la reducerea conlucrării dintre managerii datorită prezenței directorilor din afară, care pot fi priviți ca o sursă potențială de monitorizare corporativă. Ei sunt considerați arbitrii cu sarcina de a supraveghea concurența dintre manageri superiori și sunt coordonați de către o piață externă a forței de muncă care judecă și formează prețul serviciilor lor în concordanță cu performanța lor ca arbitrii. În SUA, s-a observat că probabilitatea de concediere a managerilor superiori crește dacă în consiliul de administrație sunt mai mulți directori din exterior.

Prin îndeplinirea rolului său, consiliul de administrație încearcă să alinieze interesele executivilor superiori cu ale acționarilor pentru minimizarea problemelor de agenție și protejarea intereselor acționarilor. Consiliul de administrație cu ajutorul *mix*-ului său de expertiză, independență și putere legală este un mecanism de guvernare foarte puternic. Cele mai importante caracteristici îndelung studiate sunt proporția de directori externi și dimensiunea consiliului. S-a observat că:

- proporțiile mai mari de directori externi nu sunt asociate cu performanța superioară a firmei, dar sunt asociate cu deciziile mai bune precum achizițiile, politica de compensații sau schimbările managementului;
- dimensiunea consiliului este în legătură negativă atât cu performanța ge-



nerală a firmei cât și cu calitatea deciziilor;

- performanța scăzută a firmei, schimbările managementului și ale structurii proprietății sunt asociate deseori cu modificările survenite în consiliul de administrație.

Criticile eficienței acestui mecanism de monitorizare sugerează că managerii domină consiliul prin alegerea directorilor externi și prin furnizarea informațiilor pe care le analizează. După unii autori, totuși, proporția directorilor externi nu are influența performanța viitoare a firmei.

#### *Aționarii instituționali de mari dimensiuni (fonduri de pensii, fonduri mutuale, societăți de asigurări)*

Marii investitori instituționali pot fi considerați potențiali controlori ai problemelor de agenție deoarece portofoliul mare de acțiuni le dă o motivație mai puternică pentru monitorizarea performanței firmei și a comportamentului managerial. Beneficiul obținut este evitarea problemei călătorilor clandestini asociată proprietății dispersate. Ei au puterea de a exercita o influență considerabilă asupra operațiunilor companiei prin:

- discuții cu managerii și recomandări;
- propuneri supuse ulterior votului în Adunarea Generală a Acționarilor;
- votul de înlocuire a echipei manageriale neperformante.

Câteva studii au demonstrat că acționarii mari joacă un rol important în guvernarea corporativă, că schimbarea managementului în urma preluării are loc mai ales la firmele mai puțin performante de la care acționarii externi cumpără acțiunile. Se subliniază că în lipsa unor astfel de acționari, managerii tind să își păstreze pozițiile în ciuda performanței

scăzute de înainte de preluare și folosesc tactici de apărare distrugătoare de valoare în timpul încercării de preluare.

Dar s-a observat că marii acționari pot avea motivații să își urmărească interesul în detrimentul acționarilor externi [Shleifer și Vishny, 1997] însă cu un anumit cost datorat incertitudinii câștigurilor din diversificare în contextul dependenței mari față de o companie. În cazul în care marii acționari sunt dornici să monitorizeze activitatea managerială, ei se pot confrunta cu anumite constrângeri care acționează ca forțe inhibitoare împotriva activismului lor. Se menționează regulile legale, costurile de agenție din interiorul instituțiilor, costurile de informare, concurența (dintre fondurile mutuale), acțiunile colective și competența instituțională limitată ca explicație parțială a lipsei de activism din partea investitorilor instituționali americani. Referitor la activismul instituțional din Marea Britanie, se demonstrează că și acesta suportă anumite constrângeri, precum costurile legate de formarea și menținerea coalițiilor, motivațiile scăzute pentru managerii ca să investească în monitorizare, conflictele de interes din cadrul aceleiași entități (dintre fondul de pensii și activitățile bancare comerciale). În ciuda constrângerilor suportate de acționari (în special investitorii instituționali), dimensiunea crescută a instituției financiare (de obicei cei mai importanți acționari) este un factor important care încurajează activismul ridicat al marilor investitori. S-a constatat că există influențe semnificative ale marilor instituții asupra problemelor de guvernarea corporativă prin intermediul negocierilor private.

#### *Proprietatea internă*

O altă modalitate prin care costurile de

agenție pot fi reduse este creșterea deținerilor de acțiuni de către manageri, ceea ce permite o aliniere mai bună a intereselor lor cu cele ale acționarilor. Cercetările timpurii despre guvernanta corporativă se bazează pe ideea principală că firmele în general sunt în proprietatea unui acționariat dispersat și sunt controlate de manageri profesioniști care posedă o mică parte sau chiar nimic din acțiunile firmei. Cu toate acestea, s-a observat că majoritatea acțiunilor sunt deținute de către cei din interior (directori ai firmei) sau de acționari-proprietari ai unor blocuri semnificative de acțiuni (cel puțin 5% din total). Deținerea de acțiuni de către cei din interior poate alinia interesele acestora cu cele ale acționarilor, ceea ce conduce la decizii mai bune și o valoare a firmei mai ridicată. Este posibil însă ca numărul mare de acțiuni deținute să aibă drept rezultat un grad mai mare de control managerial, făcându-i pe aceștia indispensabili pentru companie. Dar în mod similar, este la fel de posibil și ca deținătorii de blocuri de acțiuni să se orienteze către sporirea valorii de piață a acțiunilor, aducând beneficii pentru toți acționarii. De fapt, în cazul extrem în care managerii dețin 100 %, costurile de agenție sunt reduse la zero. Pe măsură ce proprietatea managerială crește, managerii suportă o mare proporție din costurile activităților distrugătoare de valoare. Deținerile mari de acțiuni ale managerilor reduc problema diferenței dintre orizonturile acționarilor și managerilor dacă prețurile acțiunilor se ajustează rapid la schimbările valorii intrinsece a firmei.

Un dezavantaj al acestui mecanism este faptul că managerii nu sunt dornici să își mărească deținerea de acțiuni datorită constrângerilor asupra averii personale. Aversiunea la risc limitează folosirea

acestui instrument deoarece alocarea unei proporții mari din averea managerilor unei singure firme se traduce printr-un portofoliu slab diversificat.

Ulterior marilor achiziții de acțiuni de către manageri, firma experimentează îmbunătățiri semnificative ale performanței operaționale, nu datorită cheltuielilor discreționare, precum cercetare și dezvoltare, publicitate sau cele legate de echipament și fabrică, ci datorită alinierii intereselor celor două categorii de jucători (manageri-acționari)

#### *Pachetele de compensații*

Un alt tip de mecanism de monitorizare este legat de raportul dintre compensațiile manageriale și performanța firmei. Subiectul compensației prezintă mare interes din perspectiva guvernantei corporative și reprezintă gradul în care compensația managerilor aliniază interesele lor cu cele ale acționarilor (de exemplu, sensibilitatea salariului la performanță cauzată de obicei de factori externi legali și politici comuni multor țări) Astfel, printre sarcinile atribuite consiliului de administrație este și determinarea structurii și nivelului compensației managerilor superiori ai firmei. Elemente relevante din pachetul de compensații includ de obicei recompense în acțiuni, în numerar sau cele în funcție de politica de dividend. Uneori nu este optimă includerea unei sensibilități mari a salariilor la performanță în contractele de compensație managerială deoarece este necesară o toleranță la risc mare din partea managerilor, ceea ce nu reprezintă un sistem eficient de motivații pentru managerii cu aversiune mare la risc. La o analiză amănunțită s-a concluzionat că cele mai multe contracte de compensații se caracterizează printr-o absență generală a motivațiilor

managementului și că modelele de compensații sunt inconsecvente cu modelele de agenție ale contractării optime.

Prin urmare, este “problematic să evidențiezi că problemele de agenție sunt rezolvate în totalitate de contractele de motivații” [Shleifer și Vishny, 1997].

În concluzie, nici unul dintre aceste mecanisme nu poate fi folosit în mod universal de orice firmă. Acest lucru se datorează în primul rând dezavantajelor pe care le prezintă fiecare, costurilor și beneficiilor marginale care cel mai probabil nu sunt identice în cadrul tuturor firmelor sau industriilor.

### **2.3. Conflictul și costurile de agenție din firmele multinaționale în contextul diversificării**

Obiectivul principal al unei corporații transnaționale este maximizarea averii acționarilor societății mamă. În consecință, toate deciziile de afaceri trebuie să contribuie la atingerea acestuia. Controlul intern în corporațiile publice este delegat de către acționari consiliului de administrație. Acesta din urmă împuternicește agenții interni (managerii) cu managementul și controlul deciziilor importante pentru organizație. Cu toate acestea, consiliul își păstrează drepturile de a ratifica și monitoriza politicile manageriale, de a angaja sau concedia și chiar de a stabili compensația top managementului [Fama și Jensen, 1983]. În lumea reală a afacerilor, managerii pot lua decizii care intră în conflict cu obiectivul companiei transnaționale. Spre exemplu, decizia de creare a unei filiale într-o anumită localizare față de alta sau deciziile de expansiune internațională pentru creșterea divi-

ziilor pe care le conduc pot fi determinate de preferința managerului și nu de beneficiile potențiale care ar putea fi generate astfel pentru acționari. Așa cum s-a putut observa în capitolul anterior, conflictul predominant analizat în contextul guvernantei corporative este acela dintre obiectivele managerilor și cele ale acționarilor, denumit și problema de agenție.

Printre deciziile luate de agent (managerul) cu impact ridicat asupra valorii firmei, diversificarea corporativă ocupa un loc foarte important. Ca în cazul oricărei decizii manageriale, și cea de diversificare a organizației este influențată de oportunitismul managerial, definit ca urmărirea interesului propriu în detrimentul acționarilor (celorlalți). Spre exemplu, managerul va încerca prin intermediul orientării strategice spre diversificare să sporească puterea și dimensiunea firmei, să reducă riscul pierderii locului de munca și să devină indispensabil pentru companie prin realizarea de suprainvestiții în activități a căror înfăptuire necesită competențele lui specifice. Astfel, o firmă cu dimensiuni mai mari și mai complexă oferă oportunități mai bune de dezvoltare a carierei și o securitate mai mare a locului de muncă deoarece, confruntată cu o mulțime de nevoi și o gamă largă și eterogenă de abilități manageriale eterogene, corporația devine dependentă de aceste abilități. Un alt avantaj obținut de manageri în urma diversificării este faptul că firmele care desfășoară o varietate de activități se bucură de o mai mare stabilitate economică și se află în poziția de a descoperi noi și multiple oportunități de investire (conform teoriei portofoliului). Pe de altă parte, activitățile de diversificare determină probleme reale de agenție, destul de serioase pentru organizație. Spre exemplu, firmele diversificate sunt

mai greu de gestionat decât o firmă care operează într-o singură industrie și sunt mai puțin transparente pentru investitori. Prin reducerea riscului specific firmei, diversificarea împiedică consiliul de administrație și investitorii să observe managementul incompetent și, drept rezultat, se oferă unor manageri care nu merită, securitatea locului de muncă, precum și statutul și influența presupuse de gestionarea unei firme mai mari. Mai mult, deoarece compensațiile CEO sunt foarte des legate de câștigurile rezultate din performanța prețului acțiunilor și mai ales de dimensiunea firmei, expansiunea corporației oferă managerilor venituri mai mari și mai puțin riscante. Astfel, *managerii pot fi înclinați să urmeze strategiile de diversificare și creștere chiar dacă acestea distrug valoare pentru acționari.*

Prin urmare, se subliniază existența a doua ipoteze pentru evidențierea oportunității manageriale, fundament al deciziilor adoptate de management [Perdreau, 2001] și anume:

1) *Diversificarea este costisitoare pentru acționari.* Aceasta aserțiune este contestată prin câteva argumente teoretice. Conform acestora, profiturile potențiale ale diversificării își găsesc originea în:

- puterea de piață a conglomeratului;
- maximizarea obținerii de rente de către firma atunci când este în posesia unui activ strategic;
- efectul reducerii riscului atunci când firma combină activități care nu sunt perfect corelate, ceea ce oferă firmelor diversificate o capacitate de îndatorare mai mare;
- alocarea de resurse mai eficientă între activitățile din cadrul companiei ("piața internă de capital") decât cele de pe piața externă;

- exercitarea unui control mai bun asupra comportamentului managerial care poate conduce la decizia de diversificare.

Cu toate acestea, *studii recente au evidențiat că dezavantajele diversificării pentru acționari prevalează asupra avantajelor.* Avantajele "pieței interne de capital" se pot transforma în costuri, datorită comportamentului "în căutare de rentă" al managerilor care distorsionează buna ei funcționare. În consecință, alocarea discreționară a fondurilor de către managementul general va determina managerii diviziilor să nu pună în practică proiectul cel mai bun, ci pe cel care minimizează oferirea de subvenții diviziilor mai slabe.

2) *Diversificarea corporativă este în interesul managerilor.*

Diversificarea, în special dacă se realizează prin creștere externă, este un mijloc de creștere a dimensiunii firmei. De pe urma acestei decizii managerii ar obține următoarele beneficii:

- a) resursele aflate sub control managerial contribuie la creșterea sentimentului de putere de care aceștia se bucură;
- b) creșterea dimensiunilor firmei permite managerului să își exercite puterea asupra subordonaților și să obțină loialitatea lor. Prin asigurarea unei creșteri constante, diversificarea oferă subordonaților posibilitatea de promovare. În acest fel, managerul poate să încheie contracte implicite cu ei în scopul măririi gradului de dependență a firmei față de el;
- c) managerul poate decide creșterea firmei peste dimensiunea optimă sau poate să apeleze la diversificarea în sectoare ne-relaționate, care poate conduce la conflicte interne legate de alocarea fluxu-

rilor de numerar, cu scopul sporirii remunerației obținute de la organizație.

Motivele teoretice de la baza problemelor de agenție au fost studiate de mulți specialiști, printre care Jensen și Meckling [1976] care au dezvoltat o teorie a structurii proprietății. Analiza lor se fundamentează pe imaginea corporației ca o entitate legală caracterizată prin existența unor pretenții reziduale divizibile asupra numerarului și activelor organizației care pot fi vândute fără acordul tuturor celor care au vreo legătură cu firma. Teoria agenției insistă în special asupra aversiunii managerului la risc ca motivație pentru diversificare și ca sursă principală de costuri pentru acționari. Costurile de agenție rezultate se datorează dorinței managerului de a reduce riscul pierderii locului de muncă (de exemplu, să limiteze riscul pierderii reputației, al scăderii venitului personal sau al concedierii o dată cu reducerea variabilității rezultatelor firmei). Teoria “înrădăcinării” manageriale a lui Shleifer și Vishny [1997] propune o abordare puțin mai restrictivă referitoare la interesul managerului de a apela la diversificare. Managerii nu sunt sistematic tentați să își diversifice firma. Ei suprainvestesc într-o manieră selectivă, în unități de afaceri sau activități în care competențele lor le-ar asigura o mai bună performanță față de ceilalți candidați la poziția deținută. Aceste investiții în “domeniul lor de excelență” (marketing, inginerie) nu vor aduce însă beneficii acționarilor, cel puțin nu pe termen lung. Dacă managerii nu au posibilitatea să investească conform preferințelor lor, ei se vor orienta spre maximizarea diferenței dintre valoarea afacerii gestionate în prezent și cea generată dacă ar fi gestionată de o a doua echipă bună de manageri disponibilă pe piața forței de

muncă. Principalul efect este dificultatea concedierii echipei manageriale, permițându-le astfel să continue suprainvestițiile în domeniile lor de competență.

Alte câteva abordări din literatura susțin existența unei legături între performanța firmei, diversificare și structura proprietății [Belkaoui și Pavlik, 1992; Schleifer și Vishny, 1988]. Deși multe dintre ele susțin ca relația de cauzalitate pornește de la diversificare înspre performanță, s-a discutat de multe ori și de o cauzalitate inversă: nivelul performanței poate influența diversificarea. Astfel, pentru Rumelt [1975], firmele cu domeniul principal de activitate slab performant sunt cele înclinate spre diversificare. Pe de altă parte, urmând modelul lui Shleifer, managerii firmelor slabe din punct de vedere al eficienței au tendința de diversificare cu scopul stabilirii lor permanente în firmă. Managerul apelează la diversificare în scopul protejării locului de muncă, deoarece firma prezintă performanțe slabe și riscul său de concediere este ridicat. Cu toate acestea, atât acționarii, managerul, cât și firma pe care o gestionează se află astfel într-o situație neconfortabilă. Diversificarea este interpretată în aceste circumstanțe ca o reacție conservatoare din partea managerului și, deși el profita din această mișcare strategică, situația îi lasă o mică posibilitate de creștere a satisfacției personale în detrimentul interesului acționarilor. Posibilitățile de îmbunătățire a performanței firmei determină managerul să își mărească stocul de acțiuni. Atunci când managerul adoptă un comportament oportunist, el va lua în considerație în același timp performanța anticipată, diversificarea și deținerea lui din stocul de capital. În prezent însă, când acționarii sunt foarte greu de găsit, comportamentul oportunist al ma-

nagerilor nu este foarte evident deoarece ei nu au nici un interes să acționeze împotriva unei resurse esențiale pentru companie – resursa financiară [Frederic Perdreau, 2001].

În sprijinul celor menționate mai sus vine și teoria “convergenței intereselor” care subliniază că pe măsură ce deținerile managerului cresc, cu atât mai mult el suportă consecințele patrimoniale ale deciziei sale și ia în considerare interesele acționarilor. Denis și Sarin [1997] susțin și ei această idee, evidențiind că este cel mai puțin posibil ca firmele în care proprietatea managerială este mai mare să se diversifice, deoarece pe măsură ce aceste dețineri de acțiuni cresc ei suportă o proporție mai mare a costurilor asociate cu strategiile de diversificare reducătoare de valoare și, prin urmare, este mai puțin probabil să se adopte politici care reduc averea acționarilor.

Totuși, această relație nu este una liniară deoarece, cu dețineri mari de acțiuni, managerul este tentat să-și diversifice patrimoniul financiar și să reducă riscul total mai mult decât pe cel sistematic. Dincolo de un anumit nivel al capitalului deținut, managerul se poate folosi de stocul de acțiuni pentru a obține un avantaj pecuniar sau nepecuniar în detrimentul acționarilor. Această afirmație se poate traduce prin perspectiva tendinței manageriale spre o diversificare costisitoare astfel: doar dincolo de un anumit nivel al capitalului, managerul va face ca interesele lui să prevaleze și va recurge la diversificare. În plus, s-a observat că nivelul de diversificare este în legătură negativă cu deținerea de acțiuni de către cei din exterior (cu un procent de proprietate de 5% din acțiunile firmei) și că reducerile gradelor de diversificare sunt asociate cu amenințări externe în

cea ce privește controlul corporației, cu dezordine financiară și schimbări de management [Denis și Sarin, 1997].

Cu toate acestea, o lipsă de diversificare determină managerii să stabilească niveluri de îndatorare sub cel optim în scopul reducerii riscului specific al firmei, pornind de la expunerea personală la riscul firmei. Fenomenul se observă în special la firmele controlate de manageri decât la cele controlate de instituții deoarece managerii au capital limitat și chiar dacă portofoliile instituțiilor nu sunt diversificate, proprietarii lor sunt mai diversificați. Însă, deoarece reducerea riscului face foarte probabilă diminuarea valorii stocurilor de opțiuni deținute de manageri și directori, există posibilitatea ca aceștia să ia decizii cu efect negativ asupra strategiei organizaționale. Dar, portofoliile nediversificate înseamnă drepturi la vot mai mari, deoarece acționarii majoritari sunt compensați pentru costurile determinate de diversificarea scăzută, cu beneficii private mai mari rezultate prin preluarea controlului. Prin urmare, există și posibilitatea ca managerii să fie dornici de portofolii mai puțin diversificate pentru obținerea de beneficii private rezultate din preluarea controlului. Nivelul controlului crește o dată ce gradul de diversificare este mai redus.

Pe scurt, în firmele multinaționale gravitatea conflictelor de agenție dintre manageri și proprietari derivă din diferențele de orizont, de atitudine față de risc, obținere de rente și de resurse în interes propriu, de diversificare, investiții, comportament managerial în timpul preluărilor și de adoptare a unor instrumente de rezistență la încercările de preluare. În plus, în firmele multinaționale predomină o sensibilitate scăzută a salariilor la performanța firmei (în comparație cu cea la

dimensiunea activelor), o manipulare a câștigurilor pentru sporirea compensațiilor. Toate acestea stau la baza inconsecvenței dintre acțiunile manageriale și maximizarea intereselor acționarilor. Se poate vorbi, prin urmare, de trei mari categorii de conflicte:

*A) Conflicte de interese referitoare la compensațiile manageriale*

Numeroase studii au abordat relația dintre compensațiile manageriale și performanța firmei și au descoperit diverse conflicte de interese între manageri și proprietari. S-a observat o slabă corelație între performanță și compensații bazată pe faptul că averea managerială este de trei ori mai sensibilă la dimensiunea activelor decât la valoarea de piață. De asemenea, s-a vehiculat și ipoteza conform căreia relația dintre dimensiunea firmei și salarii se datorează firmelor mari care angajează manageri cu mai multe abilități decât este necesar, iar procedurile și tacticile folosite de consultanți pentru compensații justifică creșterea salariilor top-managementului atunci când performanța firmei este scăzută, ceea ce arată o divergență între interesele acționarilor și atitudinea managerilor față de politica de compensații.

Pentru stoparea acestui tip de conflicte, structura recompenselor trebuie să țină seama de două obiective:

- atragerea și reținerea managerilor;
- alinierea acțiunilor manageriale la interesele acționarilor.

Recompensele manageriale ar trebui să fie alcătuite dintr-un salariu anual și un bonus în numerar sau acțiuni/opțiuni plătit la sfârșitul anului

Amenințarea preluării firmei are două efecte antagonice asupra politicii de compensații:

- un efect de concurență pe piață între manageri, care duce la o reducere a capacității acestora de obținere a unor salarii mai mari;
- un efect de risc care determină creșterea compensației pe măsură ce încercarea de preluare este din ce în ce mai probabil să determine o pierdere de capital uman specific firmei sau să împiedice compensarea. Aceasta va determina managerii să ceară salarii mai mari pentru a contrabalansa riscul ridicat.
- Prin urmare, o amenințare redusă conduce, prin efectul concurenței, la salarii mai mari întărind ideea de neliniere a intereselor acționarilor și managerilor.

*B) Conflicte de interese referitoare la consumul de resurse specifice corporației*

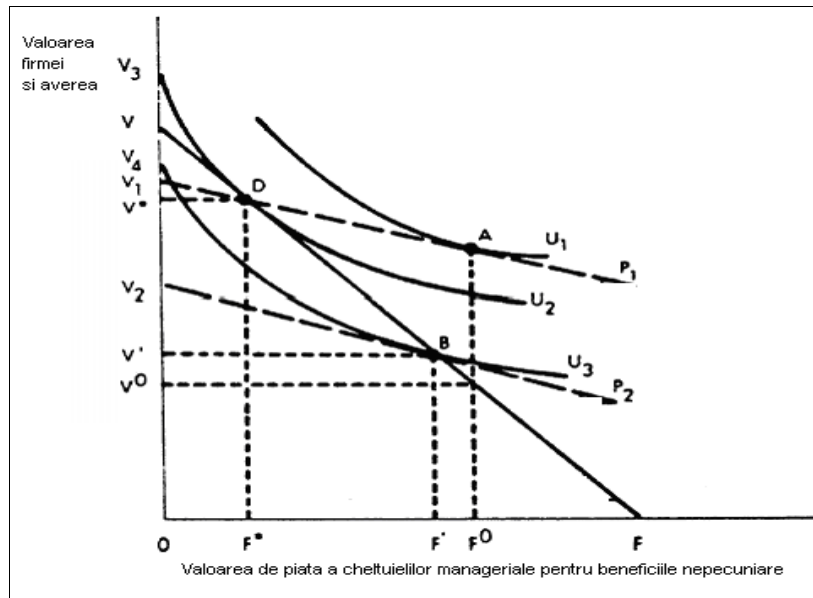
Acest aspect reprezintă un exemplu clasic de conflict de interese între manageri și proprietarii companiei, dar nu este sursa cea mai importantă de divergențe. El este privit ca fiind cea mai puțin costisitoare manifestare a problemelor de agenție în comparație cu investirea în proiecte cu valoare prezentă netă negativă [Shleifer și Vishny, 1997].

Acest conflict apare pe măsură ce deținerile manageriale scad, proporția obținută din profit reducându-se, managerul este încurajat să-și însușească mari cantități din resursele companiei. Atunci când proprietarul își gestionează singur compania, se bucură de toate beneficiile pecuniare sau nepecuniare (spre exemplu, relații de prietenie și respect cu angajații, cu furnizorii sau clienții). Însă, dacă el vinde din acțiunile companiei altor persoane, vor apărea costuri de agenție generate de divergența de interese dintre acționarul din exterior și el, deoarece el va

suporta doar o parte din costurile beneficiilor nepecuniare de care se bucura pentru maximizarea propriei utilități. Astfel, dacă managerul deține 95% din acțiuni, el va utiliza resursele firmei până în punctul în care utilitatea marginală derivată din cheltuirea unui dolar pentru asemenea beneficii egalează utilitatea marginală a 95 cenți suplimentari câștigați în puterea de cumpărare (de exemplu, partea obținută din reducerea averii).

O demonstrație a existenței acestui tip

de costuri de agenție a fost realizată de Jensen și Meckling [1976]. Ei au analizat efectul proprietății exterioare asupra costurilor de agenție prin compararea comportamentului managerului în momentul deținerii 100% din proprietate cu cel de după vânzarea unei părți la investitorii externi. Relația dintre valoarea firmei și fluxul de cheltuieli manageriale pentru beneficiile nepecuniare poate fi reprezentată astfel:



Sursa: Jensen și Meckling [1976].

Figura 2

Precizăm că:

$X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$ , definit ca mulțimea tuturor activităților și factorilor din cadrul firmei din care managerul își obține beneficiile nepecuniare (aer condiționat, relații de prietenie cu angajații, dimensiunea biroului personal)

$C(X)$  = costul total al acestor activități și factori

$P(X)$  = valoarea pentru firmă a beneficiilor productive obținute din  $X$

$B(X) = P(X) - C(X)$  = beneficiul net pentru firmă obținut din  $X$

Nivelul optim al factorilor și activi-



tăților  $X$  este reprezentat de  $X^*$  astfel încât:

$$\frac{\Delta B(X^*)}{\Delta X^*} = \frac{\Delta P(X^*)}{\Delta X^*} - \frac{\Delta C(X^*)}{\Delta X^*} = 0$$

Pentru orice valoare  $X > X^*$ ,  
 $F = B(X^*) - B(X) > 0$  măsoară costul creșterii cu  $X - X^*$  a numărului de factori și activități care generează utilitate pentru manager.

Considerăm  $X'' =$  mulțimea activităților și factorilor care maximizează utilitatea managerului, pentru orice nivel al costului  $F$ .

Deci  $F = B(X^*) - B(X'')$ .

Pentru simplificare,  $F$  este considerat ca fiind valoarea curentă de piață a fluxului de cheltuieli manageriale pentru beneficiile nepecuniare.

$VF$  reprezintă constrângerea bugetară cu care se confruntă managerul atunci când decide cât de multe beneficii nepecuniare va extrage din firmă.

$OV =$  valoarea firmei când dimensiunea beneficiilor nepecuniare consumate este zero.

$V =$  valoarea maximă de piață a fluxurilor de numerar generate de firmă, când consumul managerial de beneficii nepecuniare este zero.

$I =$  nivelul de investire,  $W =$  salariul managerului

În punctul  $V$  toate activitățile și factorii din cadrul firmei care generează utilitate pentru manager sunt la nivelul optim  $X^*$ . Se presupune că salariul managerului este fixat la un nivel  $W^*$ , reprezentând valoarea curentă de piață a salariului stabilit prin contract și făcând parte din pachetul optim de compensații care conține atât salariul  $W^*$  cât și beneficiile nepecuniare  $F^*$ .

Un dolar din valoarea curentă a beneficiilor nepecuniare obținute de manager în cadrul firmei reduce valoarea de piață a

firmei cu un dolar.

$U_1, U_2 =$  curbe de indiferență care subliniază dorințele managerului de a obține avere și beneficii nepecuniare. Ele sunt convexe sugerând ca rata marginală de substituție între avere și beneficiile nepecuniare se diminuează pe măsură ce beneficiile cresc.

Dacă managerul este în același timp și proprietar absolut, valoarea firmei va fi  $V^*$  unde curba de indiferență  $U_2$  este tangentă la  $VF$ , iar nivelul de beneficii nepecuniare consumate este  $F^*$ . Dacă proprietarul vinde toate acțiunile, dar rămâne manager, atunci noul acționar îl poate forța, cu un cost zero, să păstreze același nivel de beneficii avut anterior. Prin urmare,  $V^*$  ar fi prețul la care noul proprietar este dornic să achiziționeze tot pachetul de acțiuni.

Dar în general, noul proprietar nu va fi capabil să îl oblige, cu un cost zero, pe vechiul proprietar să aibă același comportament. Dacă vechiul proprietar vinde o anumită proporție din acțiunile firmei unei persoane din exterior, el ca manager nu va mai suporta costul întreg al fiecărui beneficiu nepecuniar pe care îl consumă.

Presupunem că proprietarul vinde  $(1-\alpha)$  acțiuni ( $0 < \alpha < 1$ ), rămânând doar cu  $\alpha$  acțiuni. Dacă persoana cumpărătoare va considera că managerul va consuma aceeași cantitate de beneficii nepecuniare ca și anterior, el va fi dispus să plătească  $(1-\alpha)V^*$ . În consecință, deoarece acționarul din exterior deține acum  $(1-\alpha)$ , costul suportat de către manager pentru consumul a 1 dolar de beneficii nepecuniare nu va mai fi de 1\$, ci de  $\alpha$  \$. Dacă managerul, care suferă o pierdere de avere în urma vânzării de acțiuni, este liber să își aleagă nivelul de resurse  $F$ , el își va maximiza bunăstarea prin creșterea consumului de beneficii nepecuniare. El

se va muta în punctul  $A$  unde  $V_1P_1$  este tangentă la  $U_1$ , reprezentând un nivel mai înalt de utilitate. Valoarea firmei scade de la  $V^*$  la  $V_0$  cu suma cheltuielilor suplimentare pentru beneficii, iar consumul managerial de astfel de beneficii crește de la  $F^*$  la  $F_0$ . Dacă însă acționarul operează rațional, el va fi conștient că odată cu reducerea averii, managerul își va crește consumul de beneficii nepecuniare. Prin urmare, el nu va plăti  $(1-\alpha)V^*$  pentru  $(1-\alpha)$  din acțiuni.

Apare următoarea *teoremă*:

Pentru  $(1-\alpha)$  din acțiunile firmei, cumpărătorul va plăti doar de  $(1-\alpha)$  ori valoarea pe care el se așteaptă ca firma să o aibă, luând în considerare schimbarea comportamentală a managerului.

*Demonstrație:*

Să presupunem că  $W$  reprezintă averea totală a proprietarului după ce a vândut unui acționar din exterior  $(1-\alpha)$ .  $W$  are doua componente:  $S_0$  reprezentând suma încasată de la acționar și  $S_i$  fiind valoarea acțiunilor ramase în urma vânzării. În consecință,  $W = S_0 + S_i = S_0 + \alpha V(F, \alpha)$ , unde  $V(F, \alpha)$  reprezintă valoarea firmei având în vedere că proprietatea managerială este  $\alpha$  și că el consuma resurse cu valoarea curentă de piață  $F$ .  $V_2P_2$  reprezintă compromisul pe care îl face managerul-proprietar între beneficiile nepecuniare și averea sa după vânzare. Deoarece proprietarul a decis să vândă  $(1-\alpha)$  din acțiunile firmei, bunăstarea lui este maximizată atunci când  $V_2P_2$  este tangentă la curba de indiferență  $U_3$ . Un preț care să fie satisfăcător atât pentru cumpărător cât și pentru vânzător necesită ca tangenta să fie făcută la nivelul lui  $VF$ , adică valoarea firmei să fie  $V''$ . Astfel,  $S_0$  va fi un preț satisfăcător reciproc doar dacă el va fi egal cu  $(1-\alpha)V''$ , ceea ce

arată că valoarea averii proprietarului-manager după vânzarea acțiunilor este egală cu valoarea firmei  $V''$  (redușă) deoarece

$$W = S_0 + \alpha V'' = (1-\alpha)V'' + \alpha V'' = V''.$$

Cerința ca  $V''$  și  $F''$  să se afle pe dreapta  $VF$  este echivalentă cu condiția ca valoarea acțiunilor cumpărate de către acționarul din exterior să fie egală cu suma pe care o plătește pentru ele. Acest lucru arată că diminuarea valorii totale a firmei ( $V^*-V''$ ) este suportată în totalitate de către managerul-proprietar. Avera sa totală după vânzarea a  $(1-\alpha)$  din acțiuni este  $V''$ , iar reducerea averii sale este de  $V^*-V''$ .

Distanța dintre  $V^*-V''$  reprezintă reducerea valorii de piață a firmei datorită relației de agenție și este o mărime a “pierderii reziduale” (costurile totale de agenție generate de vânzarea de acțiuni către un cumpărător din exterior). Pierderea de bunăstare pe care proprietarul o suportă este mai mică cu valoarea creșterii beneficiilor nepecuniare ( $F''-F^*$ ) decât “pierderea reziduală”. El va vinde acțiunile doar dacă utilizarea pentru alte investiții a numerarului încasat  $(1-\alpha)V''$  îi va spori bunăstarea mai mult decât deținerea acelei părți din avere.

Recent s-a observat o tendință de diminuare acestor costuri de agenție datorită în special activismului crescut al acționarilor.

### *C) Conflicte de interese referitoare la diversificare și la investițiile ce distrug valoare*

O altă arie a conflictelor dintre acționari și manageri o constituie strategiile de diversificare. Deși există argumente teoretice sugerând că diversificarea aduce atât beneficii cât și costuri pentru acționari, unele studii demonstrează că cos-

turile depășesc beneficiile, în general diversificarea fiind asociată cu pierderi semnificative de valoare. Jensen și Meckling [1976] opinează că managerul care își investește întreaga avere într-o singură afacere (proprie) va suporta în general o pierdere de bunăstare (dacă are aversiune la risc) deoarece se confruntă cu un risc mai mare decât este necesar. El va fi dornic să plătească pentru a evita riscul prin diversificare, costurile pe care el le suportă fiind cele de agenție. În consecință, el va suferi o pierdere de avere odată cu diminuarea proprietății deoarece viitorii acționari vor lua în considerare aceste costuri de agenție. Totuși, dorința managerului de a evita riscul va contribui la transformarea sa într-un acționar minoritar.

În concluzie, cele mai frecvente conflicte se datorează proprietății manageriale scăzute și lipsei de motivații pentru dedicarea unui efort semnificativ activităților creatoare de valoare [Jensen și Meckling, 1976]. Managerul poate să evite aceste activități deoarece pur și simplu necesită un efort mult prea mare sau cunoștințe prea avansate despre noi tehnologii. Evitarea acestor costuri personale reprezintă pentru el o sursă de satisfacție la locul de muncă, însă un efect negativ direct asupra valorii firmei.

După cum s-a observat, costurile și conflictele de agenție sunt cât se poate de reale. Nivelul lor depinde, printre alte lucruri, și de legislația comună și statutară, de creativitatea umană în realizarea de contracte. Atât legea cât și complexitatea contractelor relevante pentru corporațiile moderne sunt rezultatele unui proces important condus de indivizi cu motivații puternice pentru minimizarea costurilor de agenție.

### **3. Valoarea firmei și structurile guvernantei corporative în condițiile diversificării. O analiză comparată a investigațiilor empirice**

De ce diversificarea distruge valoare într-o firmă și o mărește în cealaltă? De ce multe firme adoptă diversificarea în timp ce o mare parte din ele își pot crește valoarea prin concentrare? De ce transnaționalele mențin strategia diversificării chiar dacă aceasta distruge valoare?

Acestea sunt doar câteva întrebări întâlnite foarte des în literatura de specialitate – după cum am văzut în capitolul precedent – și al căror răspuns reprezintă cheia succesului în alegerea orientării firmei pe termen lung.

În încercarea de a găsi un răspuns viabil, specialiștii au dezbătut numeroase ipoteze referitoare la influența structurilor corporative asupra strategiei de diversificare și a efectelor sale asupra firmei. Elementul predominant al acestor ipoteze este motivația aflată la baza strategiei de diversificare (managerii corupți înclinați spre suprainvestire sau rațiunea de a profita de oportunitățile de creștere). Acest subcapitol realizează o prezentare generală din perspective diferite a trei dintre ipoteze, în dorința de a le demonstra veridicitatea.

*Ipoteza 1: Conflictele de agenție sunt principala cauză a scăderii valorii firmei în urma adoptării diversificării.*

Adeții ipotezei pornesc de la faptul că firmele concentrate sunt evaluate cu primă datorită câștigurilor semnificative din specializare (transparență și lichiditate mai mare). Fenomenul se întâlnește și în cazul firmelor mai mici cu economii de scară care reduc costurile administrative

și de întreținere. Des întâlnită este ideea că firmele care apelează la o strategie de concentrare sunt tranzacționate cu primă deoarece ele evită costurile suplimentare anticipate într-un viitor proces de diversificare. Pentru a descrie mai bine fenomenul, specialiștii au apelat la conceptul de diversificare *ex ante* [Cronqvist și Nilsson, 2001].

Acest concept presupune o reducere de valoare datorată costurilor de agenție asociate cu tentația proprietarilor privați de a diversifica în speranța obținerii de beneficii private. Firmele controlate doar de către CEO sau fondator (adică de persoane și nu de instituții) nu sunt capabile să se angajeze în adoptarea unei strategii de concentrare deoarece ele pot obține mari beneficii private din diversificare prin deținerea controlului. Pentru că nu suportă întregul cost al unui posibil eșec, acești proprietari privați au foarte des tendința de a se angaja în investiții supraoptimiste, extinzând afacerea pe noi piețe sau în noi domenii. Anticipând corect strategia acestor proprietari care acționează în defavoarea acționarilor, investitorii evaluează firma cu o reducere de aproximativ 20%. Prin urmare, costurile de agenție asociate cu o concentrare crescută a proprietății private explică existența unei reducerii de valoare importante *ex ante* diversificării.

Analizând aceste opinii, centrul analizei se îndreaptă spre înțelegerea caracteristicilor firmei care se diversifică, spre costurile întregului proces al diversificării și spre modul în care investitorii le anticipatează. Firmele se tranzacționează cu *discount* anterior adoptării strategiei de diversificare, în principal datorită costurilor mai mari anticipate în procesul diversificării (câștiguri operaționale nu există, achizițiile sunt foarte costisitoare, talentul

managerial specializat este dispersat) și incertitudinii legate de succesul operațiilor. Astfel, se poate afirma că reducerea *ex ante* diversificării se datorează câștigurilor mai mari așteptate de investitori, gradului mai mare de incertitudine a câștigurilor și de costurile suplimentare asociate cu procesul diversificării. Aceste costuri sunt măsurate prin sumele necesare achiziționării de active noi, prin alocarea resurselor manageriale rare procesului de integrare a noilor active, prin cheltuielile cu personalul atunci când se creează noua organizație, dar și prin costurile de agenție.

Concluzia este că o înțelegere mai bună a legăturii unice dintre costurile de agenție, strategia corporativă și pierderilor de valoare *ex ante* diversificării se realizează printr-o analiză a procesului diversificării și a caracteristicilor proprietății firmelor care urmează să se diversifice decât printr-o observare continuă a ineficienței firmelor diversificate. Cea mai importantă reducere nu este cea din prezent care măsoară ineficiența unei firme diversificate, ci pierderea de valoare evaluată *ex ante* pe care investitorii o asociază cu anumite caracteristici ale proprietății, caracteristici care determină imposibilitatea contracarării tentației de a diversifica.

În literatură au existat și scrieri contrare în care se considera decizia de diversificare ca răspunsul optim la performanța scăzută a firmei și care au ignorat posibilitatea ca prin costurile suplimentare anticipate ale procesului de diversificare să se influențeze investitorii în evaluarea firmei.

*Ipoteza II: Structurile guvernantei determină orientarea firmei spre diversificare având drept consecință reducerea valorii.*

Sușinătorii acestei afirmații au concluzionat, în urma a numeroase studii, că structurile guvernantei determină în mare parte decizia de diversificare, principalul rezultat al acesteia fiind diminuarea valorii de tranzacționare a firmei. Dintre deciziile cu un impact semnificativ asupra valorii firmei, diversificarea activităților deține un procent foarte important. *Diversificarea corporativă trezește suspiciuni în ceea ce privește prezența unor interese manageriale mai presus decât cele ale acționarilor.* Astfel, managerul încercă prin diversificare să își mărească puterea, dimensiunea și ritmul de creștere al firmei, să reducă riscul pierderii locului de munca sau să devină indispensabil prin investițiile imense în domeniile în care își poate exercita competențele specifice. El dezvoltă compania dincolo de mărimea optimă, investind în proiecte cu rezultate pozitive scăzute sau chiar distrugătoare de valoare, deoarece investiția nu reprezintă decât o risipă de numerar. De aceea, s-a afirmat că este mai probabil ca firmele care dispun de cantități ridicate de numerar să se diversifice. În plus, se consideră că este mai probabil ca firmele cu guvernanta ineficientă să apeleze la diversificare, fiind motivate de un „stimul greșit”. Ulterior, decizia de diversificare luată de firmele guvernate greșit conduce la o reducere de valoare mai mare decât firmele cu guvernanta puternică. De fapt, este mai probabil ca firmele cu drepturi acționariale scăzute să se diversifice, deoarece managerii trec peste aceste drepturi și diversifică firma inconștient.

Conform bogatei literaturii financiare, strategia influențează performanța fără să existe o relație inversă. Deoarece managerul este cel responsabil de luarea deciziei strategice, el își promovează interesele sale împotriva celor ale acționarilor. El

acționează ca impediment pentru interesele investitorilor, fiind un actor economic rațional care pune interesul propriu deasupra tuturor. Un exemplu ar fi achizițiile care necesită un angajament puternic din partea managerului (prospectare, negocieri) și care de cele mai multe ori subliniază caracterul oportunist managerial.

Cu toate acestea, există păreri conform cărora în spatele unui asemenea comportament este și percepția acestora asupra diferențelor individuale, a atmosferei organizaționale și a relației dintre management și acționari. Diferențierea intereselor managerilor de cele ale acționarilor este leitmotivul multor studii care consideră firma un aranjament imperfect, instabil și riscant între manageri, angajați și acționari. Ea se bazează pe observațiile din trecut care au demonstrat că, în timp ce acționarii sunt maximizatori de avere prin sporirea eficienței, managerii au tendința de a-și maximiza utilitatea personală (statut, prestigiu, putere, securitate) prin creșterea dimensiunii și diversității firmei.

Și relația dintre valoarea firmei și structura proprietății corporative stă la baza multor abordări din literatură, precum cea a convergenței intereselor, cea a înrădăcinării, a agenției, a managementului. Din perspectiva teoriei agenției, în corporația modernă există o separare între indivizii responsabili de luarea deciziei și cei care suportă consecințele acestor decizii. Ca urmare, strategiile de diversificare reprezintă decizii corporative fundamentate pe un conflict de interese între manageri și acționari, ceea ce subliniază o legătură între diversificare și structura proprietății. Valabilitatea acestei teorii poate fi observată și în cazul instituțiilor publice, unde s-a observat că problemele de

agenție determină o scădere în valoarea firmei o dată cu diversificarea datorită separării controlului de proprietate.

Contrară acestei teorii este teoria managementului, care susține că diversificarea reprezintă o decizie strategică creată fără prezența unui conflict între manageri și investitori, fără a menționa o asociere între structura proprietății și diversificare. Teoria neoclasică aduce și ea o nouă perspectivă asupra deciziilor de diversificare. Întâlnită în numeroase studii, ea sugerează că extinderea și explorarea altor domenii constituie o strategie rațională pentru firmele cu costuri de oportunitate reduse în industriile în care operează. Spre exemplu, dacă industria respectivă experimentează șocuri negative ale cererii sau are productivitatea scăzută, decizia de investire este un răspuns rațional pentru maximizarea valorii firmei. În consecință, opțiunea firmelor pentru diversificare este o reacție rațională la caracteristicile sale și la condițiile industriale. Afirmarea este întărită și de concluziile unor studii conform cărora firmele care se diversifică au performanță scăzută și oportunități limitate de dezvoltare în industriile curente deoarece ele nu se implică la fel de mult în cercetare și dezvoltare precum competitorii lor. O firmă fără produse noi în portofoliu și cu o performanță operațională scăzută va lupta să supraviețuiască sau să crească apelând la diversificare. Ea va avea nevoie de numerar pentru a realiza diversificarea, atât intern cât și prin achiziții. De aceea, de cele mai multe ori, în firmele care urmează să se diversifice s-a observat o diminuare a activităților de cercetare și dezvoltare în favoarea obținerii de fonduri necesare creșterii interne sau prin achiziții.

Ipoteza convergenței intereselor subliniază că valoarea de piață și profitabilitatea

crește odată cu proprietatea managerială. Dispersia proprietății acționariale permite managerilor cu dețineri reduse de acțiuni să beneficieze de maximizarea valorii și să folosească activele corporative mai mult în interesul propriu decât cel al acționarilor. Ei pot fi stimulați să acționeze în interesul acționarilor prin creșterea proprietății. Deoarece ei vor fi acționari mari, interesele manageriale vor fi aliniate cu cele ale acționarilor. În plus, conceperea contractelor de muncă astfel încât compensațiile să fie legate de averea acționarilor poate contribui la alinierea intereselor celor două părți chiar dacă managerii nu dețin un număr mare de acțiuni.

În contradicție, ipoteza înrădăcinării consideră că valoarea de piață și profitabilitatea nu cresc proporțional cu proprietatea managerială. Astfel, dacă managerii dețin un număr scăzut de acțiuni ei vor acționa în favoarea maximizării valorii ca rezultat al unui cumul de factori, printre care și forța disciplinară a pieței. În schimb, dacă managerii au o proporție mare de acțiuni, ei pot avea un comportament non-maximizator de valoare în favoarea obținerii dreptului la vot care le garantează locul de muncă. De asemenea, nu s-a descoperit nici o dovadă că eșecul mecanismelor interne de guvernare, precum sensibilitatea scăzută a salariului la performanță și proprietatea redusă a managerilor, este asociat cu deciziile de diversificare.

*Ipoteza III: Conflictele de agenție reprezintă cauza menținerii strategiei de diversificare, deși efectele de diminuare a valorii firmei sunt mai mult decât evidente.*

Suținătorii acestei ipoteze consideră că structurile de guvernare sunt factori decisivi chiar și în hotărârea de a menține

strategia de diversificare, deși ea nu creează valoare pentru acționari sau mai mult chiar o diminuează. Se consideră că deși observă efectele negative ale diversificării, managerii nu iau nici o măsură care să îndrepte firma spre obiectivul inițial de maximizare a averii acționarilor. Un motiv ar putea fi faptul că managerii pot beneficia de pe urma diversificării de prestigiul și puterea obținute odată cu administrarea unor firme de dimensiuni mari, de compensațiile stabilite în funcție de dimensiunea firmei, de scăderea riscului portofoliilor personale nediversificate și de indispensabilitatea poziției sale față de firmă. Prin urmare, managerii pot păstra o strategie de diversificare chiar dacă aceasta nu contribuie la bunăstarea acționarilor. Adepții acestei afirmații susțin că, cu cât managerii dețin mai multe acțiuni ale firmei în care sunt angajați cu atât mai mult ei sunt dispuși să diversifice datorită dorinței crescute de a își reduce riscul personal. Acest lucru constituie încă o dovadă că problemele de agenție sunt responsabile de menținerea strategiei de diversificare chiar dacă o concentrare corporativă ar constitui o strategie maximizatoare de valoare.

Opiniile contrare acestei ipoteze avansează ideea că problemele de agenție reprezintă o parțială explicație pentru menținerea strategiei de diversificare în ciuda reducerilor substanțiale de valoare. De-a lungul timpului, susțin ei, această strategie a fost maximizatoare de valoare pentru multe firme. Recentele șocuri de reglementare și concurențiale au modificat însă costurile relative și beneficiile rezultate din aceasta. O cauză a menținerii strategiei minimizatoare de valoare este faptul că firmele care decid să adopte diversificarea sunt cele slab performante, iar o restructurare nu ar mai adăuga va-

loare. În plus, chiar dacă diversificarea nu mai este maximizatoare de valoare, firmele sunt înclinate să evite dezinvestirea anumitor active dacă tranzacția presupune costuri mai mari decât câștiguri. Aceste costuri pot include, de exemplu, costurile de desfacere și de închidere a contractelor cu diverși creditori sau acționari ai firmei.

Teoria agenției explică și ea în mare parte decizia managerilor de a menține strategia de diversificare în ciuda diminuării valorii. Ea prezice că managerii vor urma o strategie distrugătoare de valoare atâta timp cât beneficiile lor private depășesc costurile. Diversificarea aduce avantaje managerilor deoarece, pe lângă reducerea riscului portofoliilor personale nediversificate, ei se bucură și de recunoștința și prestigiul gestionării unei afaceri de mari dimensiuni, de o recompensă mai mare și un grad crescut de dependență a firmei față de manager. În consecință, numeroasele avantaje obținute de către manager în urma diversificării îl împiedică să recurgă la orientarea firmei spre concentrare. Cea care are de suferit din aceste acțiuni este firma, care suportă o reducere de valoare din cauza politicilor ineficiente fundamentate pe conflictele de agenție de la nivelul diviziunii sau datorită lipsei experienței manageriale în multiple domenii.

## Concluzii

Această lucrare a pornit de la ipoteza de neutralitate a efectelor diversificării corporative asupra creării de valoare pentru acționari. Deoarece, în literatură s-au relevat efecte atât pozitive, cât și negative în unele companii, am considerat că în prezența anumitor structuri de guvernare corporativă impactul diversificării se con-

turează spre una dintre cele două laturi extreme. În dorința de a găsi dovezi pentru fundamentarea ipotezei inițiale, lucrarea s-a constituit dintr-o trecere în revistă a ipotezelor emise în cercetările internaționale, concentrându-se în special pe trei abordări observate în literatura de specialitate:

- conflictele de agenție sunt principala cauză a scăderii valorii firmei în urma diversificării;
- structurile guvernantei determină orientarea firmei spre diversificare având drept consecință reducerea valorii;
- conflictele de agenție reprezintă motivul menținerii strategiei de diversificare deși efectele de diminuare a valorii firmei sunt mai mult decât evidente.

Deoarece cercetările de până acum prezintă cele trei aserțiuni din perspective contrare, în special datorită metodologiei utilizate, a eșantionului de firme de dimensiuni și caracteristici diverse, precum și datorită contextului politic și economic diferit în fiecare țară de implantare, se poate spune că încă nu au fost descoperite soluții universale valabile pentru problemele referitoare la relația de cauzalitate guvernanta – diversificare cu efect direct asupra valorii firmei.

Însă, din punctul meu de vedere, prima ipoteză oferă o explicație a relației guvernanta – diversificare mai bună pentru că analizează caracteristicile firmei și ale proprietății – elemente esențiale în luarea deciziei de investire și în înțelegerea mai bună a reducerilor de valoare. În plus, ea avansează conceptul de pierdere de valoare *ex ante* diversificării, mult mai relevant, deoarece este rezultatul percepției investitorilor asupra firmei anterior diversificării, oferind o imagine a firmei pe piața financiară. În sprijinul acestor idei vine și gradul de reprezentativitate a datelor folosite, fiindcă investigația a fost realizată cu firme dintr-un singur sector de activitate – imobiliar – ce se bucură de un nivel ridicat de transparență (activele au prețuri de piață bine definite) și de talent managerial foarte specializat. Spre deosebire de prima ipoteză, celelalte două se confruntă cu un grad de incertitudine mai ridicat, pentru că pornesc de la ideea că diversificarea este negativă fără să lase loc ipotezei contrare, chiar dacă în literatură nu există dovezi clare care să arate că diversificarea este negativă pentru toate firmele indiferent de circumstanțe.



---



---

**Motive de diversificare**


---



---

Motive pentru îmbunătățirea competitivității strategice	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diversificarea relaționată</li> <li>Economiile de scară și gamă</li> <li>Transferul de competențe (în special manageriale)</li> <li>Puterea pe piață</li> <li>Împărțirea activității</li> <li>Integrarea verticală</li> <li>Blocarea concurenței prin competiție la mai multe niveluri</li> <li>Diversificarea nerelaționată</li> <li>Economiile financiare</li> <li>Alocarea eficientă a capitalului propriu</li> <li>Restructurarea afacerii</li> </ul>
Motivații și resurse cu efecte neutre asupra competitivității strategice	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reglementările antitrust</li> <li>Legislația fiscală</li> <li>Performanța scăzută</li> <li><i>Cash flow</i>-uri viitoare incerte</li> <li>Reducerea riscului</li> <li>Resurse tangibile</li> <li>Resurse intangibile</li> </ul>
Motive administrative (reducerea de valoare)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diversificarea riscului anumitor afaceri administrative</li> <li>Creșterea compensațiilor administrative</li> </ul>

---

**Sursa:** Mendes-da-Silva și Black [2004].

## Bibliografie

- Anderson, Ronald; Bates, Thomas; Bizjak, John M. și Lemmon, Michael L., *Corporate Governance and Firm Diversification*, 'Financial Management', nr.29, 2000.
- Belkaoui, Ahmed și Pavlik, Ellen, *The Effects of Ownership Structure and Diversification Strategy on Performance*, 'Managerial and Decision Economics', nr.13, 1992.
- Cronqvist, Henrik; Nilsson, Matthias și Hogfeldt, Peter, *Why Agency Costs Explain Diversification Cost*, 'Real Estate Economics', nr 29, 2001.
- Denis, David J.; Denis, Diane K. și Sarin Atulya, *Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification*, 'Journal of Finance', nr 52, 1997.
- Denis, David J.; Denis, Diane K. și Sarin Atulya, *Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies*, 'Strategic Management Journal', nr. 20, 1999.
- Fama, E., *Agency Problem and the Theory of the Firm*, 'Journal of Political Economy', nr 88, 1980.
- Fama, E.F. și Jensen, M.C., *Separation of Ownership and Control*, 'Journal of Law and Economics', nr 26, 1983.
- Jensen, Michael și Meckling, William, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 'Journal of Financial Economics', nr.3, 1976.
- Li, Jiatao, *Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country Test of Agency Theory Predictions*, 'Managerial and Decision Economics', nr.15, 1994.
- Mendes-da-Silva, Wesley și Black, Ervin L., *Is There an Association between Corporate Governance and Firm Diversification? An Empirical Study with Brazilian Companies*, 'International Conference on Finance', nr.5, 2004.
- Perdreau, Frédéric, *Searching for Faint Traces of Managerial Opportunism in French Diversifying Acquisitions*, Corporate Restructuring and Consolidation Issues symposium, 2001.
- Rumelt, Richard, *Strategy, Structure and Economic Performance*, 'The Business History Review', nr.49, 1975.
- Shleifer, Andrei și Vishny, Robert W., *A Survey of Corporate Governance*, 'The Journal of Finance', nr.52, 1997.
- Young Sang Kim; Davidson, Wallace N., și Singh, Manohar, *Corporate Governance, Shareholders Rights and Firm Diversification: An Empirical Analysis*, 'Journal of Banking & Finance', nr.30, 2005.