

Magdalena Broszkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ROZWÓJ ŁADU KORPORACYJNEGO W KRAJACH *EMERGING MARKETS* JAKO PRZYCZYNA NAPŁYWU KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO NA RYNKI KAPITAŁOWE. PRZYPADEK RUMUNII

Streszczenie: Właściwie skonstruowany system zasad ładu korporacyjnego może redukować ryzyko oraz stymulować rozwój gospodarki i rynków kapitałowych krajów rozwijających się. Podążając drogą krajów rozwiniętych, *emerging markets* muszą rozwijać zasady ładu korporacyjnego, tym bardziej że w wyniku zaszczości historycznych często brakuje właściwych regulacji prawnych w zakresie funkcjonowania firm. System ładu korporacyjnego w Rumunii jest przykładem zastosowania rozwiązań dominujących w krajach Europy kontynentalnej. Aby podnieść konkurencyjność tego kraju, konieczne jest wprowadzenie reform regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego i przedsiębiorstw po procesie prywatyzacji.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, Rumunia, rynek kapitałowy.

1. Wstęp

Doświadczenia krajów rozwijających się pokazują, że właściwie skonstruowany system zasad ładu korporacyjnego może zredukować ryzyko oraz stymulować rozwój gospodarki i rynków kapitałowych. Dodatkowo starania przedsiębiorstw o zachowanie właściwych rozwiązań w zakresie kontaktu z otoczeniem skutkują podnoszeniem jakości wytwarzanych dóbr i usług, a co za tym idzie – są one lepiej postrzegane przez rynek. Mają również ułatwiony dostęp do finansowania, gdyż godne zaufania spółki mogą liczyć na bardziej przychylne traktowanie przez banki w sytuacji udzielania kredytu.

W krajach *emerging markets* istnieje potrzeba rozwijania zasad ładu korporacyjnego, wynikających przede wszystkim z rozdzielności własności i sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwami. Konieczność uregulowania kwestii funkcjonowania spółek jest tym wyraźniejsza, im bardziej brakuje właściwych regulacji praw-

nych w tym zakresie. Problem dotyczy również rozwiązań, obejmujących respektowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz naruszania kontraktów.

Uregulowania ładu korporacyjnego mają duże znaczenie dla powiększania rozmiarów gospodarki oraz napływu kapitałów zagranicznych, ale również dla rozwoju demokracji i instytucji rynkowych krajów, które mają szansę na dynamiczny wzrost. Jest to kwestia istotna również ze względu na rosnące znaczenie korporacji transnarodowych obecnych na wielu rynkach kapitałowych świata.

System ładu korporacyjnego w Rumunii jest przykładem zastosowania rozwiązań dominujących w krajach Europy kontynentalnej w zakresie sprawowania kontroli nad pracownikami i kierownictwem. Istnieją jednak pewne różnice wynikające z uwarunkowań kulturowych oraz politycznych, które mogą pomóc gospodarce tego kraju przyciągnąć długoterminowy kapitał inwestycyjny na rynek kapitałowy.

2. Główne zasady ładu korporacyjnego

Zagadnienie ładu korporacyjnego jako dziedziny interdyscyplinarnej nie może być jednoznacznie sformułowane. Obejmuje bowiem problemy z zakresu mikro- i makroekonomii, finansów i nauk społecznych. Możemy je określić jako „zestaw procesów, zwyczajów, polityk, regulacji prawnych oraz instytucji, które decydują o tym, w jaki sposób firmy są zarządzane, administrowane i kontrolowane” [Vasilescu 2008, s. 3]. W szerszym rozumieniu jest to spójny układ relacji pomiędzy wszystkimi uczestnikami mechanizmu rynkowego, czyli osobami lub podmiotami gospodarczymi, które są związane z funkcjonowaniem firmy. Określają one sposób komunikacji firmy z rynkiem oraz poziom odpowiedzialności, zarówno w kwestii powierzonego kapitału, jak i wobec społeczności lokalnej. Na szczególne zainteresowanie wśród tych osób zasługują akcjonariusze, którzy są dawcami kapitału i których ochrona jest sensem istnienia przedsiębiorstw.

Rozważania nad ładem korporacyjnym są silnie związane z zagadnieniem teorii agencji, która próbowała rozwiązać kwestię sprzecznych interesów pomiędzy właścicielami przedsiębiorstw a osobami zarządzającymi nimi i ich skłonnościami do zachowań oportunistycznych. Uregulowania ładu korporacyjnego mają za zadanie ułatwienie stworzenia mechanizmów kontroli i motywowania menedżerów, tak aby ich działania zaspokajały potrzeby rynkowe istnienia firm i pomagały dbać o interesy ich właścicieli (akcjonariuszy). Kluczem do rozwiązania tego problemu jest stworzenie systemu stałego monitorowania i wynagradzania kadry zarządzającej w powiązaniu z osiąganymi przez nią wynikami.

Ład korporacyjny ma wpływ również na efektywność funkcjonowania gospodarki. Realizacja wymagań dawców kapitału oraz optymalizacja wyników przyczyniają się do poprawy funkcjonowania firm i dyfuzji pozytywnie weryfikowanych rozwiązań na inne podmioty. Dodatkowo stanowi również o atrakcyjności spółek krajowych na rynku międzynarodowym, w które (dzięki procesom globalizacji) mogą inwestować podmioty spoza krajowego rynku kapitałowego.

Jak pokazały przypadki bankructw wielkich firm międzynarodowych, to nie wyniki księgowo decydują o sukcesie (przetrwaniu i rozwoju) firmy na rynku. Coraz większe znaczenie przypisuje się niefinansowym aspektom funkcjonowania przedsiębiorstw, szczególnie harmonizacji interesów wszystkich grup powiązanych z nimi. Jest to zagadnienie godne uwagi szczególnie w dobie kryzysu gospodarczego na wielu światowych rynkach. Wymusza on bowiem właściwe zachowania firm nie tylko w kwestiach finansowych, ale przede wszystkim związanych z budowaniem zaufania społeczeństwa i bezpieczeństwa funkcjonowania, a także sprawowania kontroli nad menedżerami. Zrozumienie faktu, że tylko dzięki zasadom ładu korporacyjnego przedsiębiorstwa rynek kapitałowy i jego instytucje mogą przetrwać, staje się coraz bardziej oczywiste, a jednocześnie w krajach *emerging markets* – coraz pilniejsze.

Na uwagę zasługuje fakt, iż organizacje międzynarodowe, w tym OECD, opracowują swoje wskazówki dla krajowych rynków kapitałowych, by wzmocnić ich działania i poprawić błędy w codziennym funkcjonowaniu w zakresie ładu korporacyjnego. Postulowane zasady, które mogą wpłynąć na poprawę efektywności funkcjonowania rynku kapitałowego, to [*Wytyczne OECD...* 2005, s. 14-20]:

1. Zapewnienie efektywnych ram prawnych i regulacyjnych dla przedsiębiorstw publicznych (równoprawne warunki działania na rynkach, na których konkurują ze sobą spółki prywatne i przedsiębiorstwa państwowe).

2. Państwo działające jako właściciel (powinno zapewnić wykonywanie funkcji nadzoru nad przedsiębiorstwem publicznym w przejrzysty sposób i z przejęciem odpowiedzialności za podejmowane działania, a także z wymaganym profesjonalizmem oraz efektywnością).

3. Równoprawne traktowanie udziałowców/akcjonariuszy (państwo oraz przedsiębiorstwa publiczne powinny uznawać prawa wszystkich i zapewniać równoprawne ich traktowanie oraz równy dostęp do informacji korporacyjnych).

4. Relacje z interesariuszami (wypełnianie zobowiązań przedsiębiorstw publicznych wobec interesariuszy oraz informowanie o swoich relacjach z nimi).

5. Przejrzystość funkcjonowania i wypełnianie obowiązków informacyjnych.

6. Zakres obowiązków organów przedsiębiorstw publicznych (powinny mieć stosowne uprawnienia, kompetencje, działać w sposób uczciwy oraz ponosić odpowiedzialność za swoje działania).

Niestety, z powodu dużego zróżnicowania w poziomie rozwoju poszczególnych rynków kapitałowych powyższe zalecenia i podobne do nich mogą się okazać niewystarczające dla krajów *emerging markets*. Jednak starania w celu osiągnięcia systemu ładu korporacyjnego opartego na regulacjach prawnych, który pomaga w pogodzeniu sprzecznych interesów i ochronie słabszych stron, zapewniającego właściwy przebieg procesu prywatyzacji oraz wspierającego rozwój myśli naukowo-technicznej, są niezbędne dla osiągnięcia zamierzonego poziomu rozwoju kraju i jego rynku kapitałowego.

3. Ład korporacyjny w krajach *emerging markets*. Napływ kapitału zagranicznego w latach 2009-2010

Silny sektor przedsiębiorczości prywatnej stanowi bodziec do rozwoju gospodarczego kraju. W dobie globalizacji i integracji światowej gospodarki ład korporacyjny stanowi zaletę przedsiębiorstw i rynków kapitałowych, ponieważ podnosi zaufanie inwestorów krajowych i zagranicznych do sektora prywatnego (szczególnie w sytuacji powiększania jego zasięgu kosztem sektora publicznego). Uregulowania te są również wyznacznikiem ogólnej oceny gospodarki, ponieważ wymagają od przedsiębiorstw odpowiednich zachowań wobec otoczenia (np. w kwestii ujawniania danych finansowych) i nadają firmom – reprezentantom rynku, wyższą rangę dzięki zaufaniu inwestorów. Dzięki prawidłowo przebiegającym procesom dystrybucji kapitału rynek kapitałowy może kierować środki do najbardziej opłacalnych inwestycji.

Ład korporacyjny w krajach *emerging markets* promuje efektywne wykorzystanie kapitału ulokowanego na giełdach papierów wartościowych i w danej gospodarce. Jednocześnie z drugiej strony skłania firmy do korzystania z tej drogi finansowania (debiutów na giełdzie). Jest narzędziem w procesie rozwoju rynku finansowego, ponieważ obniża koszty transakcyjne i skłonność menedżerów do podejmowania ryzykownych decyzji [Allen 2005, s. 3]. Może się również przyczynić do redukcji zjawiska korupcji w biznesie dzięki mechanizmom wykrywania i eliminacji niekorzystnych zjawisk.

Ład korporacyjny jest uważany za jeden z elementów otoczenia, który determinuje miejsce lokowania kapitału zagranicznego. Mobilność przepływów kapitałowych jest możliwa dzięki postępującym procesom globalizacji i liberalizacji rynków. Uregulowania prawne umożliwiają podnoszenie konkurencyjności przez firmy krajowe do tego stopnia, że zasilone kapitałem zagranicznym mogą nawet współzawodniczyć z firmami globalnymi. Za główne źródła przewagi konkurencyjnej (szczególnie w krajach anglosaskich, ale traktowanych również jako wzór do naśladowania dla rynków krajów rozwijających się) możemy podać:

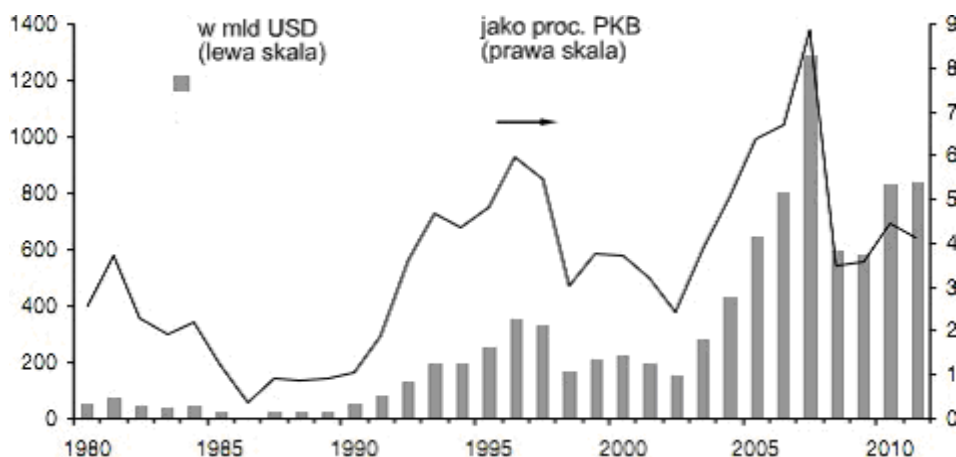
- ochronę oraz respektowanie w sposób ciągły interesów inwestorów,
- swobodę w działalności finansowej i rynkowej firm,
- możliwość dokonywania satysfakcjonujących zmian w zakresie ewolucji zasad ładu korporacyjnego.

Jest to kwestia tym bardziej istotna, że coraz większe znaczenie dla systemów gospodarczych, również krajów rozwijających się, mają korporacje transnarodowe. Udoskonalanie procesów zarządzania nimi ma znaczenie dla wszystkich rynków konsumenckich oraz kapitałowych, na których są one obecne.

Jednym z podstawowych pozytywnych efektów poprawy jakości ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się jest napływ kapitału zagranicznego na ich rynki kapitałowe. Jednak sam niekontrolowany napływ inwestycji może być zjawi-

skiem negatywnym. Bardzo często jest on wynikiem „ucieczki” od inwestycji w dolarach i wykorzystywania różnic w stopach procentowych (na krótki okres).

Raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego [*Capital Flows...* 2010, s. 17-20] dotyczący przepływów kapitału z rynków dojrzałych na wschodzące świadczy o wzroście napływu środków – w 2010 r. do *emerging markets* trafiło 825 mld dol. W 2009 r. nadwyżka wynosiła 581 mld dol., a w 2008 – 594 mld dol. Prognozy na rok 2011 mówią o 833 mld dol., tendencja będzie więc rosnąca (zob. rys. 1).



Rys. 1. Napływ kapitału na rynki wschodzące w mld dol. i jako % PKB rynków wschodzących

Źródło: [*Capital Flows...* 2010 r., s. 20].

Jednym z czynników wywołujących niestabilność rynków wschodzących (wzrost kursów walut) jest kapitał spekulacyjny, napływający na krajowe rynki kapitałowe w postaci inwestycji portfelowych. Speculanci wykorzystują momenty zwrotne trendów na rynkach, zanim jeszcze ogół ludności kraju gospodarza uzyska dostęp do odpowiednich informacji. W momencie wykorzystania okazji rynkowej inwestorzy krótkoterminowi wycofują się z rynku. Jednak dzięki uregulowaniom ładu korporacyjnego przepływający sprawnie kapitał może zostać zatrzymany, gdy jakiś rynek okaże się wystarczająco atrakcyjny, bezpieczny i perspektywiczny dla ulokowania na nim środków.

4. Uwarunkowania i bariery rozwoju ładu korporacyjnego w krajach *emerging markets*

Uwarunkowania powstania regulacji ładu korporacyjnego mogą być zróżnicowane, ponieważ wpływają na nie: istnienie i poziom rozwoju giełd papierów wartościowych w danym kraju, charakter spółek, tradycja i poziom przedsiębiorczości w da-

nym społeczeństwie, podejście inwestorów instytucjonalnych, organizacje rządowe czy instytucje.

Każdy kraj ma inaczej sformułowany zbiór zasad ładu korporacyjnego, ale również niejednolite jest podejście otoczenia biznesowego do tego typu rozwiązań. W krajach Unii Europejskiej uregulowania krajowe są podporządkowane dyrektywom płynącym z inicjatywy odgórnej. Ma to na celu zapewnienie porównywalności rynków i spółek dla inwestorów krajowych i międzynarodowych. Jednak rekomendacje tej instytucji nie są w stanie wyeliminować barier płynących z funkcjonowania i historii poszczególnych rynków kapitałowych (np. w zakresie reprezentowania pracowników, praw akcjonariuszy, zakresu odpowiedzialności kierownictwa czy oceny osiągnięć finansowych). Z tego powodu całkowita unifikacja zasad wydaje się niemożliwa do osiągnięcia, a nawet mogłaby skutkować kłopotami dla rozwoju rynków krajów rozwijających się (narzucenie standardów nieprzystających do istniejącego poziomu danego kraju zamiast zmian ewolucyjnych byłoby zbyt dużym szokiem).

Słabość uregulowań ładu korporacyjnego wynika często z braków w uwzględnianiu bieżących potrzeb rynku. Niedociągnięciem jest również pomijanie w stawianiu wymagań niektórych firm, np. nienotowanych na giełdach papierów wartościowych. Dopiero objęcie ich takimi samymi obowiązkami mogłoby zmienić cały sektor przedsiębiorców w danym kraju. Wymagania dotyczące osiągania bardzo dobrych wyników finansowych wymuszają finansowanie inwestycji długiem, co może zaszkodzić istnieniu przedsiębiorstwa – w sytuacji kryzysu gospodarczego może to być zagrożeniem dla gospodarki krajowej. Właściwe regulacje ładu korporacyjnego mogłyby pomóc firmom, szczególnie w krajach rozwijających się, uniknąć pułapki nadmiernego zadłużania się (np. poprzez właściwie skonstruowany system kontroli księgowości oraz wynagradzania efektów prac zarządu poprzez długoterminowe wiązanie ich z przedsiębiorstwem).

Krajom rozwijającym się potrzebne są instytucje kontrolujące rynek kapitałowy (nawet jeżeli chodzi o gospodarkę demokratyczną, o stosunkowo dobrze rozwiniętych instytucjach państwowych). Tymczasem w krajach tych organy ustawodawcze i kontrolne rynków są zbyt słabe, by wymusić stosowanie zasad ładu korporacyjnego w swoich spółkach.

Kolejnym ważnym aspektem, koniecznym dla rozwoju rynków kapitałowych krajów *emerging markets*, jest wspieranie sektora bankowego przez państwo przez tworzenie odpowiednich regulacji prawnych. Jest to konieczne dla prawidłowego funkcjonowania spółek, aby zapewnić dopływ kapitału oraz płynność dokonywania transakcji. Efektywny rynek kapitałowy może być skutecznym narzędziem kontroli nad menedżerami spółek dzięki szybkiemu odzwierciedleniu ich wyników w notowaniach, jak również dzięki poprawie samego systemu ich prowadzenia (przy wykorzystaniu nowoczesnych technik teleinformatycznych). Konkurencyjność rynku zapewnia ciągłe dążenie firm do jak najlepszego zaspokajania potrzeb kon-

sumentów, a jednocześnie jest gwarancją zaufania inwestorów do stabilnego ekonomicznie podmiotu (w zakresie prawidłowego zarządzania i unikania negatywnych zjawisk, np. korupcji).

Uregulowania ładu korporacyjnego zależą w dużej mierze od uwarunkowań historycznych i kulturowych w danym kraju. Zostały opisane pewne modele, które określają pewien rodzaj zachowań firm i organów ustawodawczych. Modele te zostały opracowane na podstawie krajów najwyżej rozwiniętych gospodarczo, dlatego warto się nad nimi dłużej zastanowić – stanowią one wzór do naśladowania i zbiór dostępnych regulacji dla krajów rozwijających się, dopiero umacniających swoje pozycje na arenie gospodarki światowej. Możemy wyróżnić dwa główne modele: anglo-amerykański oraz europejski (kontynentalny) [Jeżak 2010, s. 164]. Pierwszy z nich (Wielka Brytania, USA, Hongkong) wyróżnia się naciskiem na ochronę interesów akcjonariuszy, innowacyjność oraz konkurencyjność firm. Dopuszcza możliwość dokonywania fuzji i przejęć, rynek kapitałowy w tych krajach jest dynamiczny, a akcjonariat z reguły rozproszony. Rynki Europy kontynentalnej (głównie niemiecki) nie kładą nacisku na aktywność inwestorów, ale na umacnianie pozycji akcjonariuszy większościowych (silna pozycja banków, co jest aspektem pozytywnym w zakresie kontrolowania efektywności finansowej takich przedsiębiorstw). Mocna pozycja banków zapewnia firmom w tym systemie stabilność funkcjonowania.

Oba modele muszą się zmierzyć z problemem ryzyka podejmowania inwestycji i prowadzenia bieżącej działalności. Zadaniem ładu korporacyjnego jest minimalizowanie poziomu ryzyka wraz z promocją rozwoju gospodarczego oraz w zakresie regulacji prawnych. Efektywne systemy ładu korporacyjnego łączą w sobie elementy obu modeli, dzięki czemu umocnieniu ulegają stosunki pomiędzy akcjonariuszami, zarządem firm oraz otoczeniem rynkowym. Oba modele mają również wady, których kraje rozwijające się powinny unikać, budując swój indywidualny zestaw uregulowań. Musi on jednak opierać się na funkcjonalnych systemach rynkowych oraz na wysoko rozwiniętych instytucjach prawnych.

Rozwiązywanie problemów budowania zasad ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się powinno opierać się na rozpoznaniu relacji pomiędzy dawcami i zarządzającymi kapitałem. Podstawowym zadaniem jest budowa instytucji, które zapewnią uczciwą konkurencję pomiędzy firmami, z zachowaniem pieczy nad interesami inwestorów. Kwestia ta wymaga współpracy pomiędzy sektorem prywatnym i publicznym.

5. Ład korporacyjny w krajach *emerging markets* – przypadek Rumunii

Przedsiębiorstwa z Europy Środkowej i Wschodniej, w tym Rumunii, mają cechy wspólne w zakresie ładu korporacyjnego, w tym silny, scentralizowany aparat kon-

troli jako pozostałość po procesach prywatyzacji. Procesy te były silnie uzależnione od wymagań odpowiedzialności politycznej oraz efektywności. Ich skutkiem jest wykupywanie pakietów kontrolnych akcji przez inne firmy lub osoby z kadry zarządzającej, a nie rozproszenie inwestorów. Nacisk położony na kontrolę świadczy o zaniepokojeniu akcjonariuszy, pracowników oraz społeczeństwa możliwością zachowań oportunistycznych menedżerów. Aby funkcja nadzoru mogła być sprawowana z korzyścią dla firmy, konieczny jest rozwój rynku kapitałowego oraz systemu bankowego w państwie.

Ustanawianie mechanizmów ładu korporacyjnego w krajach o silnych zależnościach procesów prywatyzacji jest utrudnione przez brak ram instytucjonalnych, regulacji prawnych dotyczących własności prywatnej, wymogów prowadzenia księgowości czy ogłaszania upadłości przez firmy. Z tego powodu regulacje te są zróżnicowane w przestrzeni międzynarodowej. Ogólnie można powiedzieć, że w krajach Europy Środkowej i Wschodniej są one raczej nieefektywne, co jest spowodowane naciskiem na zachowanie władzy nad firmami w rękach pracodawców, brakiem kontroli wewnętrznej i zewnętrznej menedżerów (sprawowanej np. przez banki, akcjonariuszy, aktywny rynek kapitałowy).

Chociaż procesy prywatyzacji pozwoliły przetrwać niektórym przedsiębiorstwom, to reorganizacja ich działalności jest nadal niezadowolająca (np. w zakresie inwestycji). Pozytywnym aspektem jest coraz częściej zatrudnianie kadry menedżerskiej o adekwatnych kwalifikacjach zamiast zachowywania kontroli rodzinnej i nepotyzmu.

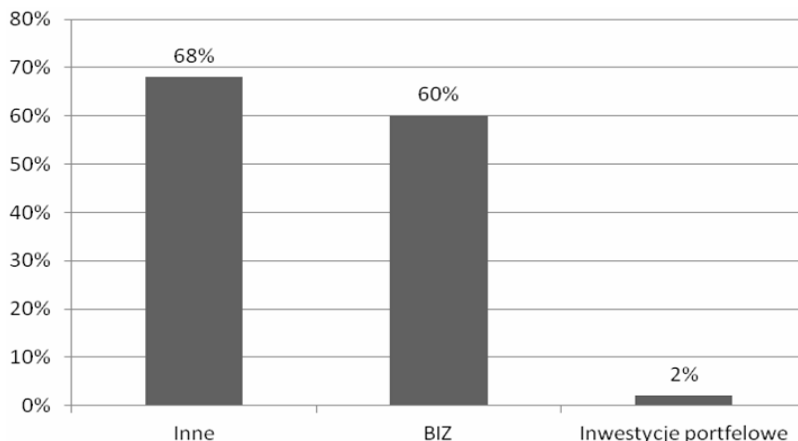
Rumunia jako europejski przedstawiciel nowej generacji krajów *emerging markets* [MasterCard..., s. 14] również reprezentuje model kontroli wewnętrznej, jednak pewne cechy, wynikające z kultury, polityki i społeczności, nadają jej indywidualne cechy. Nie można wytłumaczyć ewolucji w zakresie ładu korporacyjnego jedynie przekształceniami wynikającymi ze zmiany gospodarki planowanej na rynkową. Powszechny program prywatyzacji pozwolił na powstanie nowych przedsiębiorstw, a charakter ich własności warunkuje styl ładu korporacyjnego. Firmy, których dominującym akcjonariuszem (lub większościowym udziałowcem) jest państwo, mają za zadanie wykazywać wysokie zyski, co często jest przyczyną konfliktów społecznych (oskarżenia o wykorzystywanie do celów indywidualnych lub politycznych), a interesy akcjonariuszy są rzadko respektowane. Drugim rodzajem są firmy, których akcje nie są notowane na oficjalnym rynku akcji. Właściciele większościowi są najczęściej menedżerami, więc mają dominującą pozycję w stosunku do udziałowców (dlatego często zamiast maksymalizować wartość firmy, skupiają się na ekspansji ekonomicznej). Trzeci rodzaj to firmy o zróżnicowanej formie i wielkości, ale o rozproszonym akcjonariacie, których akcje są notowane na giełdzie papierów wartościowych. Występuje w nich konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszami a kierownictwem, ponieważ najczęściej wymagania tych pierwszych są lekceważone – nie mają oni na tyle siły (np. nie są w stanie uzyskać większości na walnym zgromadzeniu spółki), by przeforsować korzystne dla nich rozwiązania.

System ładu korporacyjnego ma za zadanie doprowadzić do wzrostu przejrzystości funkcjonowania spółek notowanych na giełdach w celu podniesienia poziomu ich atrakcyjności. W tym celu główny rynek Rumunii – Bucharest Stock Exchange (Bursa de Valori Bucuresti), wdraża zasady opracowane przez OECD (prace rozpoczęły się w sierpniu 2001 r. opublikowaniem dokumentu *Code of Corporate Governance* [Internet 1]). W 2003 r. powstał Institute of Corporate Governance of BVB (Bucharest Stock Exchange), który w 2008 r. opublikował zasady bardziej zgodne z wymaganiami Unii Europejskiej (tzw. *Voluntary Code of Corporate Governance for Romania* [Instituting Corporate... 2002, s. 40]). Jednak wdrożenie satysfakcjonujących rozwiązań wymaga wiele czasu, co jest spowodowane możliwością szerokiej interpretacji niezbyt szczegółowych przepisów. Nawet pomimo pewnych niedociągnięć w ostatnich latach w Rumunii nastąpiło otwarcie kadr zarządzających spółkami na interesy inwestorów. Jest to widoczne chociażby w publikowaniu raportów rocznych wraz z informacją o pozytywnym bądź negatywnym ustosunkowaniu się spółki do wymagań ładu korporacyjnego (zasada *comply or explain*). Przedsiębiorstwa zwracają uwagę, że prawidłowo administrowane i zarządzane firmy, z silnymi strukturami wewnętrznego ładu korporacyjnego, które skutkują również tworzeniem programów społecznych i środowiskowych, stają się silniejszymi konkurentami na rynku.

Z drugiej strony wolne tempo zmian w regulacjach ładu korporacyjnego ma negatywne reperkusje dla napływu kapitału zagranicznego i krajowego na rynki kapitałowe, a więc w efekcie dla gospodarki Rumunii [Vasilescu 2008, s. 9]:

- procesy restrukturyzacji i reorganizacji napotykać liczne bariery;
- preferowanie krótkookresowego zatrudnienia (zamiast wiązania menedżerów z firmami, np. przez wynagradzanie opcjami na akcje, co dawałoby gwarancję ich starań o podnoszenie wartości firmy w długim okresie);
- niewielka liczba inwestycji modernizacyjnych;
- konflikty pomiędzy pracownikami a zarządzającymi;
- brak poszanowania dla interesów akcjonariuszy, co zniechęca inwestorów do lokowania kapitału na giełdzie;
- mały prestiż firm notowanych na giełdzie.

Rumunia przyciąga bezpośrednie inwestycje zagraniczne, konieczne jest również przyciągnięcie inwestycji portfelowych (zob. rys. 2). Aby było to możliwe i aby wspomóc proces rozwoju gospodarki, władze rynku kapitałowego w Rumunii powinny wspomóc akcjonariuszy przez wymagania stawiane firmom, np. niezatrzymywanie wypracowanego zysku w spółce, wypłacanie dywidend czy prowadzenie szerokiej polityki informacyjnej. Takie zachowania mogłyby pomóc w niwelowaniu nieporozumień pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami firm, co za procentuje wzrostem zaufania inwestorów do rynku kapitałowego. Kapitał zagraniczny, najczęściej niestety spekulacyjny, może zostać zatrzymany dzięki właściwym regulacjom prawnym funkcjonowania spółek i rynku kapitałowego.



Rys. 2. Skumulowany napływ kapitału zagranicznego netto (lata 2003-2007) jako % PKB z 2003 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [The Credit... 2010, s. 6].

Ład korporacyjny w Rumunii musi być analizowany jako efekt, ale jednocześnie również wytyczna zmian zachodzących w gospodarce. Rumuńskie spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych muszą odnaleźć się w nowej formie działalności i poradzić sobie z rozproszonym, mało aktywnym akcjonariatem. Dominacja kadry zarządzającej musi zostać zamieniona w relacje partnerskie z otoczeniem biznesu w taki sposób, aby ich działania były satysfakcjonujące dla wszystkich grup interesu.

Literatura

- Allen F., *Corporate Governance in Emerging Economies*, University Pennsylvania, 2005.
- Capital Flows to Emerging Market Economies*, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2010.
- Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies*. A Handbook, The Center for International Private Enterprise, 2002.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- MasterCard Worldwide Centers of CommerceTM: Emerging Markets Index 2008*.
- The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?*, IMF Working Paper 10/130, maj 2010.
- Vasilescu L.G., *Corporate Governance In Developing and Emerging Countries. The Case of Romania*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 10998, October 2008.
- Wytyczne OECD dotyczące nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych*, OECD, 2005.

Źródło internetowe

Strona internetowa Bucharest Stock Exchange: <http://www.bvb.ro/>, 01.2011.

**THE DEVELOPMENT
OF CORPORATE GOVERNANCE REGULATIONS
IN EMERGING ECONOMIES AS A REASON
FOR FOREIGN CAPITAL INFLOW TO CAPITAL MARKETS.
THE CASE OF ROMANIA**

Summary: Well constructed system of the principles of corporate governance can reduce the risk and stimulate the development of economy and the capital markets of developing countries. Following the path of developed countries emerging markets have to develop the principles of corporate governance, all the more they lack proper legal adjustments in the range of functioning of firms as a result of historical events. Corporate governance has a great significance for the enlargement of economy and the inflow of foreign capitals, the development of democracy and the attraction of multinational corporations, present on many capital markets of the world. The system of corporate governance in Romania is the example of the use of solutions, predominant in the countries of continental Europe. To raise the competitiveness of this country it is necessary to introduce reforms, regulating functioning of capital market and enterprises after the process of privatization.

Key words: corporate governance, Romania, capital market.