

CERCETĂRI EMPIRICE PRIVIND MĂSURAREA GUVERNANȚEI CORPORATIVE PRIN RAPORTARE LA INFRASTRUCTURA MACRO ÎN STATELE MEMBRE

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN*
Andreea Loredana GHIORGHITĂ

*Facultatea de Științe Economice, Juridice și Administrative, Departamentul Finanțe – Contabilitate, Universitatea
Petru Maior, str. Nicolae Iorga nr. 1, Tîrgu – Mureș, 540088, România*

Rezumat: *La nivel macroeconomic, cadrul de guvernare corporativă constituie o combinație între prevederile legale și de reglementare, respectiv codurile de bune practici. La nivel de întreprindere, guvernarea corporativă este definită ca reprezentând sistemul prin care companiile sunt conduse și controlate. Obiectivele acestei lucrări vizează o analiză comparativă a sistemelor legislative în materie de guvernare corporativă, în vigoare la nivelul Uniunii Europene, precum și evaluarea modului de implementare a principiilor de guvernare corporativă în cadrul companiilor din statele membre analizate. Rezultatele cercetării susțin necesitatea infrastructurii legale și de reglementare a pieței la nivel macro, cu impact asupra calității conducerii corporative a companiilor, măsurând impactul sistemului legislativ asupra mediului microeconomic prin evaluarea gradului de conformare cu principiile relevante de guvernare corporativă.*

Cuvinte cheie : *infrastructură macro, principii relevante de guvernare corporativă, sistem legislativ, nivel de conformare, comunicarea cu părți interesate*

Clasificare JEL: M42, M48

© 2017 Publicat de revista STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, sub egida
Universității “PETRU MAIOR” din Tîrgu Mureș, România

* *Autorul indicat pentru corespondență: Spătăcean Ioan Ovidiu, 0727 868 528
e-mail: ovidiu.spatacean@ea.upm.ro*

1. INTRODUCERE

Conceptul de guvernanta corporativă definește în prezent un aspect central și dinamic al realității economice, fiind din ce în ce mai prezent în numeroase state ale lumii. Accelerarea globalizării a impus schimbări atât la nivelul companiilor, care și-au schimbat în anumite măsuri modul de operare, cât și la nivelul conducerii guvernamentale, preocupată de stabilirea și menținerea unui cadru legal adecvat în materie de guvernanta corporativă.

La nivel macroeconomic, cadrul de guvernanta corporativă pentru întreprinderile cotate din Uniunea Europeană este o combinație între elemente obligatorii prevăzute în legislația aplicabilă și bunele practici de conformare voluntară, ca răspuns la recomandările și codurile de guvernanta corporativă. În timp ce codurile de guvernanta corporativă sunt adoptate la nivel național, Directiva 2006/46/CE de modificare a Directivei 78/660/CEE promovează aplicarea acestora, impunând companiilor cotate să facă referire la practici adoptate prin declarația de guvernanta corporativă și să raporteze cu privire la aplicarea respectivelor practici, pe baza principiului "Aplică sau Explică" (art. 7).

Sistemele de guvernanta corporativă diferă mult de la o țară la alta și aceste diferențe afectează direct atât procesul de dezvoltare al strategiilor globale, cât și tipurile de strategii care pot fi adoptate. Identificarea tendințelor emergente astfel încât guvernele, autoritățile de reglementare și întreprinderile să-și formeze consensul și să-și adapteze politicile la circumstanțe în schimbare este deosebit de importantă în cadrul general al guvernantei corporative. Structurile de proprietate internaționale și peisajul guvernării sunt în continuă schimbare, rapidă de altfel. O cale de îmbunătățire și întărire a piețelor economice este îmbunătățirea implementării cadrului de guvernanta. Codurile de guvernanta și standardele sunt o parte importantă a acestui cadru.

La nivel de întreprindere, guvernanta corporativă este definită ca reprezentând sistemul prin care companiile sunt conduse și controlate, astfel încât proprietarii și autoritățile de reglementare să devină mai responsabili, mai eficienți și mai transparenți. Companiile bine guvernate sunt expuse unor riscuri financiare mai mici, generează venituri mai mari în favoarea acționarilor, au un acces mai facil la finanțarea externă și reduc riscurile sistemice cauzate de crize corporative asociate scandalurilor financiare. Raportarea financiară fiabilă, dezvăluirile la timp, consilii mai eficiente și gestionarea responsabilă facilitează, de asemenea, dezvoltarea unor piețe de capital mai puternice. Acești factori îmbunătățesc capacitatea unei țări de a mobiliza, aloca și monitoriza investițiile și de a contribui la o creștere economică sustenabilă. O mai bună supraveghere și monitorizare pot detecta ineficiența corporativă și pot minimiza vulnerabilitatea la crizele financiare.

2. DEFINIREA PROBLEMEI CERCETATE

Practicile de guvernanta corporativă variază de la țară la țară, reflectând diferențele de cultură și dezvoltare financiară, infrastructură legislativă și infrastructură a pieței. Caracteristicile practicilor de guvernanta corporativă din cadrul unei țări, sunt rezultatele eforturilor de a crește eficiența companiilor, în contextul concurenței de pe piețele de capital, toate acestea ducând înspre modele internaționale dominante de guvernanta corporativă. Infrastructura unei țări în ceea ce privește guvernanta corporativă este direct proporțională cu nivelul de conformitate cu principiile de guvernanta corporativă din companii.

Obiectivele acestei lucrări sunt de a analiza structurile de guvernare corporativă în statele membre, prin raportare la infrastructura macro, în cadrul a 9 țări din spațiul european, pentru ca orice posibil investitor să poată fi informat la luarea deciziilor de investire.

Pentru a atinge aceste obiective, au fost structurate cele mai relevante criterii de guvernare corporativă, bazate pe domeniile semnificative ale guvernării, folosite apoi ca instrument pentru analiza infrastructurii legislative a țărilor studiate. Este urmărită apoi, la nivel microeconomic, implementarea acestor principii în cadrul companiilor listate din țările studiate, pe un eșantion de 54 de companii. Pentru a urmări aplicarea principiilor în cadrul companiilor, a fost alcătuit un sistem bazat pe metoda scoring de analiză. Practici solide de guvernare corporativă pot crește valoarea companiei, și prin urmare, valoarea acțiunilor, precum și performanța pe termen lung.

3. PREZENTAREA REZULTATELOR CERCETĂRII

Un prim demers de cercetare l-a constituit identificarea și prezentarea criteriilor relevante de guvernare corporativă studiate, din perspectiva legislației incidente. Acestea sunt descrise în Tabelul 1.

Tabel 1 - Factori cheie de analiză a mediului de guvernare

Nr crt	Factor cheie f_i	Descriere
f_1	Structura proprietății	Investitorii instituționali; Acționarii minoritari, tratamentul acționarilor minoritari; Free float
f_2	Drepturile și tratamentul acționarilor	Tratamentul acționarilor, protecția împotriva abuzurilor acționarilor, participarea la meetinguri, voturile proxy, proceduri transparente privind drepturile acționarilor în AGA
f_3	Separarea rolurilor de președinte al consiliului și director general	Separarea rolurilor de președinte al companiei și cel de director general
f_4	Componența Consiliului de administrație și independența	Componența în ceea ce privește numărul minim de membri, cu funcții executive sau non-executive, independenți sau nu, experiența relevantă, competențe și disponibilitate
f_5	Conflicte de interese	Obligații și principii specifice pentru evitarea conflictelor de interese pentru membrii consiliului;
f_6	Evaluarea performanțelor consiliului	Proceduri de evaluare internă sau externă asupra performanței și eficienței consiliului
f_7	Politica de remunerare	Politici de remunerare pentru directorii executivi și non-executivi, precum și manageri, cu referire la acțiuni, stimulente cotă-preț, schemele de opțiuni pe acțiuni, limite / Aprobate sau nu de acționari
f_8	Comitete consultative	Comitete de nominalizare, Comitete de remunerare; specificații cu privire la rolul comisiilor, mărimea lor, compoziția, criteriile de selecție a membrilor, independența; Comitet de Audit, risk management, control intern

Nr crt	Factor cheie f_i	Descriere
f_9	Tranzacțiile insiders	Raportarea tranzacțiilor privilegiate, stabilirea de limite sau interzicerea acestui tip de tranzacții
f_{10}	Rolul angajaților	Rolul angajaților în guvernarea cooperativă, cu implicare în dreptul de a alege membri ai consiliului
f_{11}	Responsabilitate corporativă socială	Activități de CSR, rapoarte privind activitatea de CSR

Sursa: Proiecția autorilor

În urma studierii prevederilor cadrului legislativ din fiecare țară, s-a realizat analiza infrastructurii de reglementare a principiilor de guvernare corporativă, descrisă în Tabelul 2.

Tabel 2 - Analiza infrastructurii de reglementare a guvernării corporative

Țară ↓ Factor cheie f_i	DE	IT	GB	ES	BE	BG	GR	RO	HU
f_1 . Structura proprietății	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_2 . Drepturile și tratamentul acționarilor	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_3 . Separarea rolurilor de președinte și CEO	X	X	✓	X	✓	X	X	✓	✓
f_4 . Componența Consiliului de administrație și independența	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_5 . Conflicte de interese	✓	X	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_6 . Evaluarea performanțelor consiliului	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_7 . Politica de remunerare	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_8 . Comitete consultative	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_9 . Tranzacțiile insiders	✓	X	✓	✓	✓	✓	X	✓	✓
f_{10} . Rolul angajaților	✓	X	X	X	X	X	X	X	✓
f_{11} . CSR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X

Sursa: Proiecția autorilor

După cum se constată în Tabelul 2, au fost identificate vulnerabilități legislative în ceea ce privește separarea rolurilor de președinte al consiliului de administrație și cel de CEO, în cazul Germaniei, Italiei, Spaniei, Bulgariei, și Greciei, mai exact în cazul a 5 dintre cele 9 țări

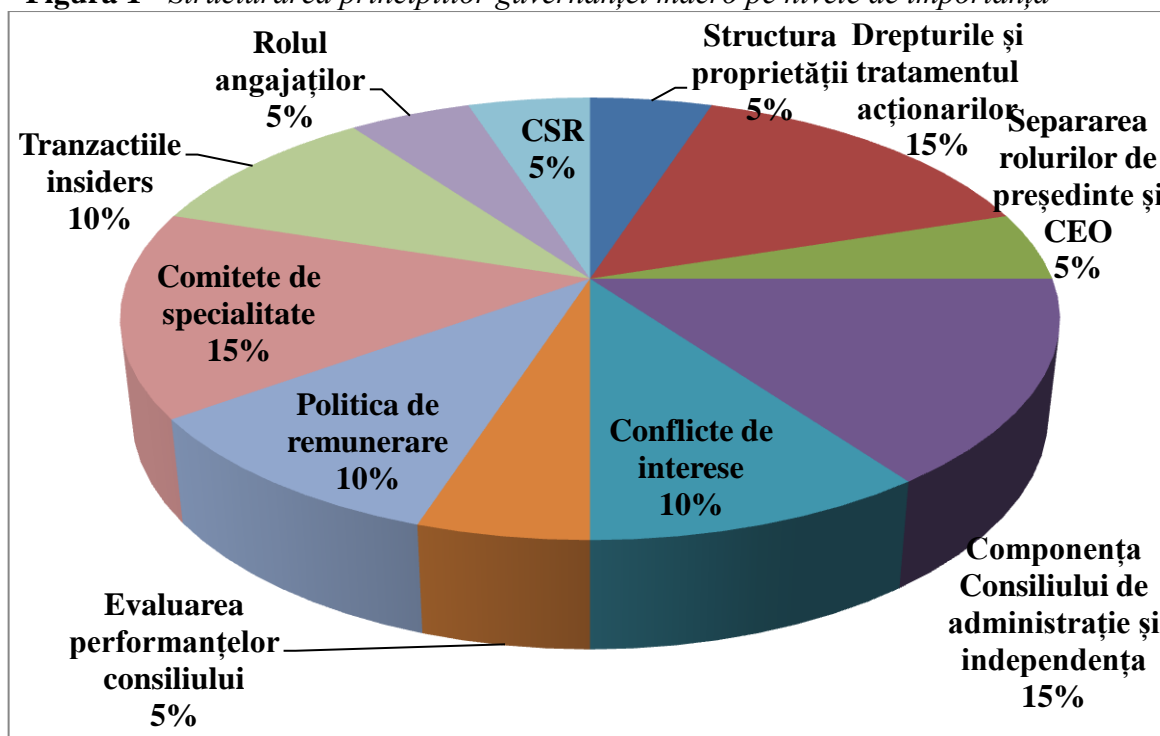
analizate. Acesta este un aspect cheie al principiilor de guvernanză, combinarea celor două roluri ducând la scăderea eficacității consiliului de administrație. Separarea rolurilor este necesară pentru a consolida integritatea generală a companiei și pentru a evita în anumite aspecte conflictele de interese.

Tranzacțiile care implică persoane inițiate (engl. “insiders”) constituie un alt aspect care nu este acoperit de prevederile legislative în cazul a 2 dintre țările studiate, respectiv Italia și Grecia. Deoarece tranzacționarea pe baza informațiilor privilegiate influențează negativ eficiența informațională, care se fundamentează pe accesul neîngrădit și echidistant la informații privind un emitent de instrumente financiare, aceste practici amenință încrederea investitorilor în piața de capital și favorizează abuzul de piață.

Implicarea angajaților în aspecte privind guvernanză corporativă este o dovadă a celor mai bune practici. Acest aspect nu se regăsește în legislația a 7 dintre cele 9 țări studiate, excepții fiind Germania și Ungaria. Guvernanză corporativă tratează relațiile dintre management, consiliul de administrație și angajați. Este prin urmare esențial pentru a înțelege cum o întreprindere generează un plus de valoare, de care să beneficieze inclusiv angajații. Participarea angajaților la guvernanză corporativă poate antrena o diferență considerabilă asupra modului în care resursa umană este apreciată la nivelul întreprinderii.

După conturarea și identificarea celor mai importante principii de guvernanză corporativă, regăsite sau nu în legislația națională, s-a stabilit un sistem de coeficienți care să vizeze fiecare factor cheie al principiilor de guvernanză corporativă f_i , utilizând un raționament profesional propriu, descris în Figura 1. Modelul este adaptat după Spătăcean & Ghiorghită (2012).

Figura 1 - Structurarea principiilor guvernanză macro pe nivele de importanță



Sursa: Proiecția autorilor

În continuare, s-a analizat amploarea implementării de către companii a reglementărilor de guvernare corporativă în cadrul țărilor studiate. În acest sens, au fost acordate calificative α_i pentru fiecare dintre principiile relevante f_i ale guvernării prezentate mai sus. Calificativele au fost acordate în urma consultării informațiilor din raportările publice, accesibile tuturor părților interesate.

Tabel 3 - Semnificația calificativelor acordate principiilor de bază ale guvernării

CALIFICATIV	SEMNIFICAȚIE
0	Compania nu are publicată nicio informație/document relevant din care să reiasă concordanța cu principiul guvernării corporative
1	Compania respectă principiul la un nivel satisfăcător/ Compania prezintă anumite informații legate de respectarea principiului în cauza, dar acestea sunt incomplete/limitate
2	Compania se conformează cu principiul în totalitate, informațiile prezentate sunt complete

Sursa: Proiecția autorilor

Criteriul de selecție al companiilor studiate s-a bazat pe capitalizarea bursieră a acestora, fiind studiate atât companii cu capitalizare mare, cât și companii cu capitalizare medie sau mică, din fiecare țară. Domeniul de activitate al companiilor analizate este unul aleatoriu, nu reprezintă un criteriu de selecție. În funcție de capitalizarea bursieră, companiile analizate sunt prezentate în Tabelul 4, potrivit informațiilor publicate de bursele de valori din fiecare țară, în perioada martie/aprilie 2017.

Tabel 4 - Clasificarea companiilor în funcție de capitalizarea bursieră

Țara	Capitalizare ridicată	Capitalizare medie	Capitalizare scăzută
GERMANIA	- Deutsche Bank AG - Commerzbank AG	- Lufthansa AG - Daimler AG	- Beiersdorf AG - Adler Real Estate AG
ITALIA	- Intesa Sanpaolo - ENI	- Luxottica - Telecom Italia	- Sias S.p.A - Mediaset
MAREA BRITANIE	- Royal Dutch Shell Plc - British American Tobacco Plc	- Compass Group Plc - Associated British Foods Plc	- Consort Medical Plc - Widecells Group Plc
SPANIA	- Telefonica S.A - Iberdrola S.A	- Grifols - Bankia	- Inypsa Informes y Proyectos S.A. - Fersa Energias Renovables S.A.
BELGIA	- Galapagos - Ageas	- Befimmo - Tessengerlo	- Campine - Dexia
BULGARIA	- Sopharma AD-Sofia - CB First Investment Bank AD-Sofia	- Agria Group Holding AD-Varna - CEZ Electro Bulgaria AD-Sofia	- Galata Investment Company AD-Varna - Alcomet
GRECIA	- Coca Cola Hellenic Bottling Company - Alfabank A.E.	- Piraeus Bank SA - Greek Organisation of Football Prognostics	- Ellaktor S.A - Lamda Development

Țara	Capitalizare ridicată	Capitalizare medie	Capitalizare scăzută
ROMÂNIA	- OMV Petrom SA - Romgaz SA	- Banca Transilvania SA - Grupul Industrial Electrocontact SA	- Armătura SA - Petrolexportimport SA
UNGARIA	- OTP Bank Plc. - MOL Hungarian Oil and Gas Public Limited Company	- Gedeon Richter Plc - Magyar Telekom	- Zwack Unicum - FHB Mortgage Bank Co Plc.

Sursa: Proiecția autorilor

Luând în considerare nivelul de importanță acordat fiecărui principiu relevant al guvernantei corporative f_i , precum și calificativele α_i acordate fiecărui principiu, s-a calculat punctajul final al companiilor pentru analiza cantitativă a conformității. Această analiză a fost efectuată pe baza declarațiilor ”Aplici sau Explici” ale companiilor, a raportărilor anuale cu privire la guvernanta corporativă, precum și a altor documente publice prezentate pe pagina oficială de internet. Punctajul final (scorul) s-a determinat după următoarea relație de calcul:

Scor = $(\sum f_{(i)} * \alpha_{(i)}) \times 100 / 2$, unde:

$f_{(i)}$ = coeficient de importanță, sub formă de pondere, pentru fiecare factor cheie al principiilor de guvernanta corporativă, utilizând un raționament profesional propriu

$\alpha_{(i)}$ = calificativul acordat fiecărui principiu, după metoda prezentată în Tabelul 3

2 = calificativul maxim acordat.

Pentru exemplificare, redăm trei situații de aplicare a metodologiei de calcul pentru scorul companiilor obținut.

OMV Petrom: $(5*2+15*2+5*2+15*2+10*2+5*2+10*0,5+15*1,5+10*2+5*0+5*2)/2 = 83,75$

British A.Tobacco: $(5*2+15*2+5*2+15*2+10*2+5*2+10*2+15*2+10*2+5*0+5*2)/2 = 95,00$

Telefonica: $(5*2+15*2+5*1+15*2+10*2+5*2+10*2+15*2+10*2+5*0+5*2)/2 = 92,50$

Rezultatele obținute sunt sintetizate în Tabel 5.

Tabel 5 - Determinări cantitative privind aplicarea principiilor de guvernanta corporativă

Țara/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Scor final
Pondere factor f_i	5%	15%	5%	15%	10%	5%	10%	15%	10%	5%	5%	
GERMANIA												
Deutsche B	1	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	92,50
Commerzbank	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	95,00
Lufthansa	2	2	0	2	2	2	1	2	2	0	2	85,00
Daimler	2	2	1	2	2	0	2	2	1	0	1	80,00
Beiersdorf	1	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	70,00
Adler	1	2	2	0	2	2	1	1	0	2	0	52,50

STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, FASCICULUS 1,
ISSN – L 1843-1127, ISSN 2286-3249 (ONLINE), ISSN 2286-3230 (CD-ROM)

Țara/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Scor final
ITALIA												
I. Sanpaolo	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	95,00
Eni	2	2	2	2	2	1	2	2	1,5	0	2	90,00
Luxottica	2	2	2	2	1	2	2	2	1	1	2	87,50
Telecom	2	2	1	1	1	0	0	1,5	2	0	2	61,25
Sias	1,5	2	1	2	1,5	1	2	1,5	2	0	2	82,50
Mediaset	1,5	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	81,25
MAREA BRITANIE												
Royal D.Shell	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	95,00
British A.Tob	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	95,00
Compass Gr.	2	2	0	2	2	1	2	2	1	0	2	82,50
As.British Foods Plc	2	2	2	2	1	2	2	1,5	1	0	2	81,25
Consort Med	1	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	92,50
Widecells Gr	2	2	2	1,5	2	1	2	1,5	2	0	2	85,00
SPANIA												
Telefonica	2	2	1	2	2	2	2	2	2	0	2	92,50
Iberdrola	2	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	82,50
Grifols	2	2	0	2	2	1	1	2	0	0	2	72,50
Bankia	2	2	2	2	1	2	2	2	2	0	2	90,00
Inypsa	1,5	1	0	2	1	1	1	2	1	0	2	63,75
Fersa	1,5	1	0	2	2	1	1	1,5	1	0	2	65,00
BELGIA												
Galapagos	1,5	2	2	2	2	1	2	2	2	0	1	88,75
Ageas	2	2	2	2	2	1	2	2	1	0	2	87,50
Befimmo	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0	2	90,00
Tessengerlo	2	2	0	2	0	1	2	2	1	0	2	72,50
Campine	1,5	2	2	2	2	1,5	1	2	1	0	2	82,50
Dexia	0,5	2	1	2	2	0,5	2	2	2	0	0	80,00
BULGARIA												
Sopharma	1	2	0	2	2	0	2	1	2	0	2	75,00
CB FI Bank	2	2	0	2	2	2	2	2	2	0	1	87,50
Agria Group	1	1	0	1	0	0	2	1	0	0	2	40,00
CEZ Electro	2	1	0	2	1	0	0	1	0	0	0	40,00
Galata Investment	1	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0	22,50
Alcomet	1	1	1	2	0	0	0	0	0	0	2	32,50
GRECIA												
Coca Cola	1,5	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	91,25
Alpha bank	1	2	2	2	1	1	2	2	1	1	2	82,50
Piraeus B.	2	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	82,50
OPAP	0	2	0	2	1	0	1	2	2	0	2	70,00
Ellaktor	1	2	2	2	1	1	1	1	1	0	2	67,50
Lamda	1	2	0	2	1	2	2	1,5	1	0	2	73,75

Țara/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Scor final
ROMÂNIA												
OMV Petrom	2	2	2	2	2	2	0,5	1,5	2	0	2	83,75
Romgaz	2	2	2	2	2	0	1	2	1	0	2	80,00
BT	2	2	2	2	2	1	2	2	2	0	2	92,50
Electrocontact	1	2	0	2	1,5	0	1	0	1	0	0	50,00
Armătura SA	0	1	0	1	1	0	0	0,5	1	0	0	28,75
Petrolimportexport	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	17,50
UNGARIA												
OTP Bank	1,5	2	2	2	2	2	2	2	2	0	1	91,25
Mol	2	2	2	2	2	1,5	2	1,5	2	2	2	95,00
Gedeon Richter	1,5	2	2	2	1	1	2	2	1	2	2	86,25
Magyar Telekom	1,5	2	0	2	0	1	2	1,5	2	1	2	75,00
Zwack	1	2	2	1,5	1	0	2	1	2	0	2	71,25
FHB bank	1	2	2	2	1	1	1	0	1	0	1	57,50

Sursa: Proiecția autorilor

Pentru o mai bună comparabilitate a datelor obținute și prezentate în Tabelul 5, s-a realizat o sinteză a punctajelor totale obținute pentru fiecare țară, raportat la cei 11 factori cheie ai guvernantei $f_{(i)}$.

Tabel 6 - Totalul punctelor obținute de fiecare țară pentru factorii $f_{(i)}$

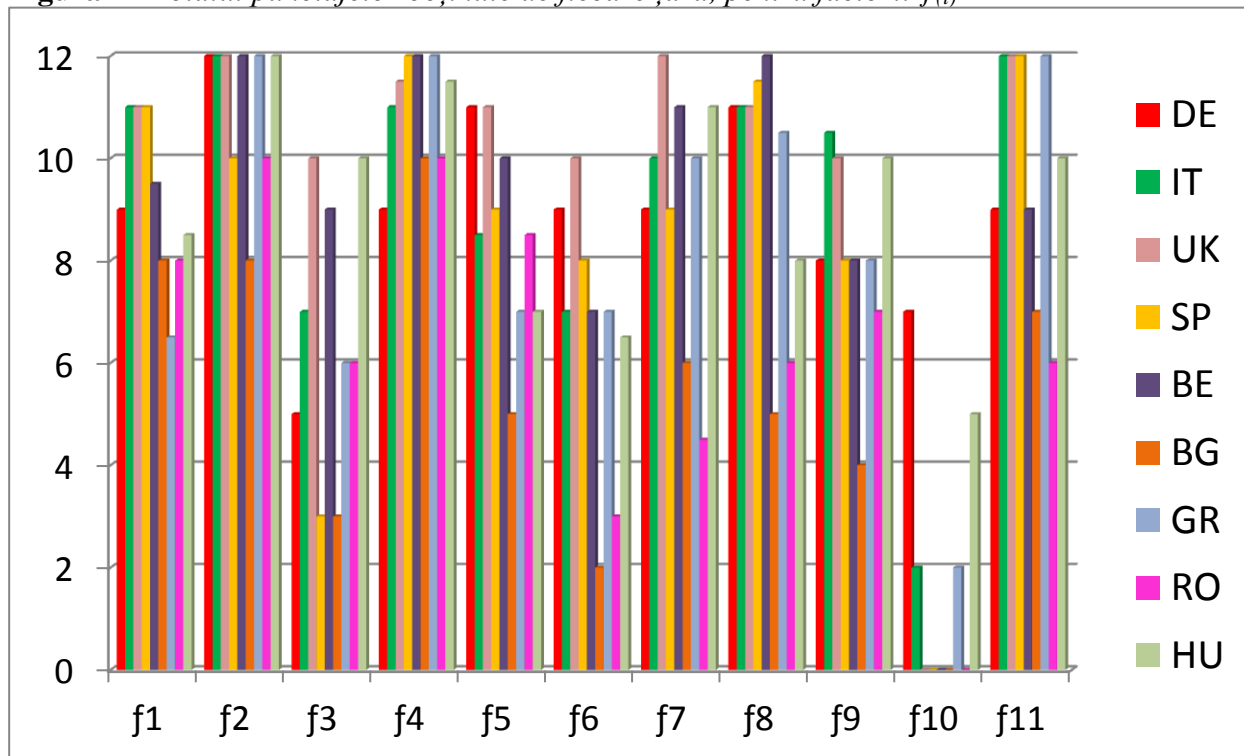
Țara/ Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Total
DE	9	12	5	9	11	9	9	11	8	7	9	99,00
IT	11	12	7	11	8,5	7	10	11	10,5	2	12	102,00
UK	11	12	10	11,5	11	10	12	11	10	0	12	110,50
SP	11	10	3	12	9	8	9	11,5	8	0	12	93,50
BE	9,5	12	9	12	10	7	11	12	8	0	9	99,50
BG	8	8	3	10	5	2	6	5	4	0	7	58,00
GR	6,5	12	6	12	7	7	10	10,5	8	2	12	93,00
RO	8	10	6	10	8,5	3	4,5	6	7	0	6	69,00
HU	8,5	12	10	11,5	7	6,5	11	8	10	5	10	99,50
Total	82,50	100,00	59,00	99,00	77,00	59,50	82,50	86,00	73,50	16,00	89,00	

Sursa: Proiecția autorilor

Pe baza calificativelor acordate companiilor α_i (de la 0 la 2) și ținând cont de numărul de companii studiate în fiecare țară (6 companii), precum și de numărul de factori de guvernare (11), maximul posibil de puncte alocat fiecărei țări este de 132 puncte. Pe baza datelor prezentate în Tabelul 6, se observă că cel mai mare punctaj a fost obținut de Marea Britanie (110,50 puncte), urmată de Italia (102 puncte). România a obținut un punctaj de 69 puncte în timp ce Bulgaria a realizat cel mai mic punctaj (58 puncte).

Figura 2 reflectă punctele slabe și punctele forte ale țărilor, pe baza punctajului obținut de companii, în raport cu fiecare din cei 11 factori de guvernare corporativă.

Figura 2 - Totalul punctajelor obținute de fiecare țară, pentru factorii $f_{(i)}$



Sursa: Proiecția autorilor

În urma cercetărilor efectuate, se poate concluziona că, în raport cu punctajele totale obținute în cele 9 țări:

(a) următoarele principii de guvernare sunt caracterizate printr-un nivel ridicat de conformare:

- f_2 – Drepturile și tratamentul acționarilor
- f_4 – Componenta consiliului de administrație
- f_{11} – Responsabilitate socială
- f_8 – Comitete consultative
- f_7 – Politica de remunerare
- f_1 – Structura proprietății

(b) următoarele principii de guvernare sunt caracterizate printr-un nivel scăzut de conformare:

- f_5 – Conflicte de interese
- f_9 – Tranzacțiile insiders
- f_6 – Evaluarea performanțelor consiliului

- f_3 – Separarea funcțiilor de președinte al consiliului și director general
- f_{10} – Rolul angajaților.

4. CONCLUZII

În scopul de a obține o imagine de ansamblu asupra sistemelor de guvernare la nivel european, prezentul studiu analizează comparativ nouă dintre statele europene. Fiecare dintre acestea dispun de un set de prevederi legislative în materie de guvernare corporativă, menite să pună bazele respectării principiilor recomandate de organismele internaționale precum OECD sau Banca Mondială. Se remarcă o tendință generală de incluziune a conceptului de guvernare, atât la nivel național, cât și la nivel corporativ. După cum se precizează în prezentul studiu, baza unei guvernări corporative stabile este echilibrul între reglementările legale obligatorii și codurile și recomandările cu adoptare voluntară.

În urma cercetărilor noastre, am determinat că preocupările companiilor se îndreaptă spre cei mai importanți factori de guvernare corporativă, cum ar fi drepturile și tratamentul acționarilor, componența consiliului de administrație și independența, sau funcționarea comitetelor consultative (audit, remunerare sau nominalizare). Evitarea conflictelor de interese și a tranzacțiilor cu informații privilegiate ("insiders") constituie deopotrivă aspecte importante ale guvernării, dar cărora companiile le acordă o atenție mai scăzută.

În anumite domenii ale guvernării, cum ar fi "Separarea funcțiilor de președinte al consiliului și director general" sau "Rolul angajaților", punctajele scăzute obținute de companii pot fi explicate prin absența prevederilor specifice din cadrul legislației sau a codurilor de bune practici. Incluziunea acestor cerințe în cadrul de reglementare, ar echivala cu un impuls de conformare pentru companii.

În ciuda schimbărilor și îmbunătățirilor care au avut loc în ultimii ani, în materie de legislație a guvernării corporative, cât și în adoptarea de către majoritatea companiilor a codurilor voluntare de guvernare, există în continuare aspecte care necesită ameliorări, cum ar fi: o mai mare importanță acordată consiliului de guvernare, separarea rolului executiv de CEO și președinte al consiliului sau implicarea angajaților în deciziile de guvernare corporativă.

Înțelegând și validând importanța unei infrastructuri eficiente de guvernare corporativă, dintr-o perspectivă macro, putem concluziona că o bună guvernare trebuie să presupună mai mult decât stimularea unui comportament investițional și obținerea de performanțe. O bună guvernare trebuie să se concentreze și pe bunăstarea socială, pe încurajarea dezvoltării calitative a capitalului uman, prin asimilarea tot mai extinsă a conceptului de responsabilitate socială.

Bibliografie

1. Cadbury, A. (1992) *Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)*;
2. Calder Alan, „*Corporate Governance. A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*”, MPG Books Ltd., Bodmin, Cornwall, 2008;
3. Lutgart Van den Berghe, „*Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*”, Kluwer Academic Publishers, 2002;
4. Sanjay Anand, „*Essentials of Corporate Governance*”, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2008;

5. Solomon Jill, Solomon Aris, „*Corporate Governance and Accountability*”, John Wiley&Sons Ltd., 2004;
6. Zabihollah Rezaee, „*Corporate Governance Role in Financial Reporting*”, Elsevier Ltd., 2004;
7. Ana Morariu, „*Audit intern și guvernarea corporativă*”, Editura Universitară București, 2008;
8. Marcel Ghiță, „*Guvernarea corporativă*”, Editura Economica București, 2008;
9. Ioan Ovidiu Spătăcean, Loredana Ghiorghită, „*Testarea conformității cu principiile de guvernare corporativă pe piața românească de capital*”, Studia Universitatis Petru Maior, Series Oeconomica, Fasciculus 1, anul VI, 2012;
10. Tatiana Dănescu, Ovidiu Ioan Spătăcean, „*Assesing complience with corporate governance principles in case of Romanian Financial Investment Companies*”, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, Numarul 13(Volumul 2), 2011;
11. Tatiana Dănescu, Ovidiu Ioan Spătăcean, „*Guvernarea corporativă – principii aplicabile entităților listate pe o piață reglementată de capital*”, Revista Audit Financiar, Anul VI, nr.8/2008.

EMPIRICAL RESEARCH ON CORPORATE GOVERNANCE MEASUREMENT IN RELATION WITH EU MACRO INFRASTRUCTURE

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN[†]
Andreea Loredana GHIORGHIȚĂ

Abstract: *At a macroeconomic level, the corporate governance framework is a combination of legal and regulatory provisions, and codes of good practice. At enterprise level, corporate governance is defined as the system by which companies are run and controlled. The objectives of this paper are to analyze on a comparative basis the corporate governance systems in force at EU level, as well as to assess the implementation of the principles of corporate governance within the companies in the analyzed Member States. Research results support the need for legal and market regulatory infrastructure at macro level, impacting the quality of corporate governance by measuring the impact of the legislative system on the microeconomic environment by assessing compliance with the relevant corporate governance principles.*

Keywords: *macro infrastructure, relevant principles of corporate governance, legislative system, compliance level, communication with stakeholders*

JEL Classification: M42, M48

© 2017 Published by STUDIA UNIVERSITATIS PETRU MAIOR, SERIES OECONOMICA, issued on behalf of “PETRU MAIOR” University from Tîrgu Mureș, România

[†] *Corresponding author: Spătăcean Ioan Ovidiu, 0727 868 528
e-mail: ovidiu.spatacean@ea.upm.ro*

1. INTRODUCTION

The concept of corporate governance now defines a central and dynamic aspect of economic reality, being increasingly present in many states of the world. Accelerating globalization has called for changes both at the level of companies that have changed their operating mode and governmental level in some measures, concerned with establishing and maintaining an adequate legal framework for corporate governance.

At a macroeconomic level, the corporate governance framework for listed EU companies is a combination of mandatory elements in applicable law and good voluntary compliance practices in response to corporate governance guidelines and recommendations. While corporate governance codes are adopted at national level, Directive 2006/46/EC amending Directive 78/660/EEC promotes their application by requiring listed companies to refer to practices adopted through the corporate governance statement and to report with the application of such practices based on the "Apply or Explain" principle (Article 7).

Corporate governance systems vary widely from one country to another, and these differences directly affect both the development of global strategies and the types of strategies that can be adopted. Identifying emerging trends so that governments, regulatory authorities and businesses to form consensus and adapt their policies to changing circumstances is particularly important in the corporate governance framework. International ownership structures and the landscape of government are constantly changing, fast as a matter of fact. A way to improve and strengthen economic markets is to improve the implementation of the governance framework. Codes of governance and standards are an important part of this framework.

At enterprise level, corporate governance is defined as the system by which companies are run and controlled so that owners and regulators become more responsible, more efficient and more transparent. Well-governed companies are exposed to lower financial risks, generate higher returns to shareholders, enjoy easier access to external funding, and reduce systemic risks from corporate crises associated with financial scandals. Reliable financial reporting, timely disclosures, more efficient councils and responsible management also facilitate the development of stronger capital markets. These factors improve the ability of a country to mobilize, allocate and monitor investment and contribute to sustainable economic growth. Better supervision and monitoring can detect corporate inefficiency and minimize vulnerability to financial crises.

2. DEFINING THE RESEARCH PROBLEM

Corporate governance practices vary from country to country, reflecting differences in culture and financial development, legislative infrastructure and market infrastructure. The characteristics of corporate governance practices within a country are the results of efforts to increase business efficiency in the context of competition on capital markets, all of which lead to dominant international corporate governance models. A country's corporate governance infrastructure is directly proportional to the level of compliance with corporate governance principles in companies.

The objectives of this paper are to analyze corporate governance structures in the member states, in relation to macro infrastructure, in 9 European countries, so that any possible investor can be informed when making investment decisions.

To achieve these objectives, the most relevant corporate governance criteria, based on significant governance areas, were structured and then used as a tool for analyzing the legislative infrastructure of the countries studied. It is then followed, at microeconomic level, the implementation of these principles in listed companies from the studied countries, on a sample of 54 companies. In order to observe the application of principles within companies, a scoring analysis system was developed. Strong practices of corporate governance can increase the value of the company, and hence increase the value of shares, as well as the long-term performance.

3. PRESENTING THE RESEARCH FINDINGS

A first research effort was to identify and present the relevant corporate governance criteria studied, from the perspective of the relevant legislation. These are described in Table 1.

Table 1 – *Key analyzing factors of governance environment*

No.	Key factor f_i	Description
f_1	Property structure	Institutional investors; Minority shareholders, treatment of minority shareholders; Free float
f_2	Shareholders' rights and treatment	Shareholders' treatment, protection against shareholders' abuses, meetings attendance, proxy votes, transparent procedures for shareholder rights in GMS
f_3	Separating the roles of president and CEO	Separating the roles of company president and CEO
f_4	Board of Directors composition and Independence	Composition in terms of minimum number of members, with executive or non-executive functions, independent or not, relevant experience, skills and availability
f_5	Conflicts of interest	Specific obligations and principles in order to avoid interfering conflicts for board members
f_6	Board performance evaluation	Internal or external evaluation procedures on the performance and efficiency of the board
f_7	Remuneration policy	Remuneration policies for executive and non-executive directors as well as managers, with reference to shares, share price incentives, share options schemes, limits / Approved or not by shareholders
f_8	Advisory Committees	Nomination committees, remuneration committees; specifications on the role of committees, their size, composition, membership criteria, independence; Audit Committee, Risk Management, Internal Control

No.	Key factor f_i	Description
f_9	Insider trading	Reporting insider transactions, setting limits, or banning this type of transactions
f_{10}	Employees role	Employees role in corporate governance, with involvement in the right to elect members of the board
f_{11}	Corporate social responsibility	CSR activities, reports on CSR activity

Source: Authors' projection

As a result of reviewing the legislative framework in each country, an analysis of the corporate governance regulatory infrastructure was carried out, as described in Table 2.

Table 2 – Analysis of regulation infrastructure for corporate governance

Country ↓ Key factor f_i	DE	IT	GB	ES	BE	BG	GR	RO	HU
f_1 . Property structure	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_2 . Shareholders' rights and treatment	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_3 . Separating the roles of president and CEO	X	X	✓	X	✓	X	X	✓	✓
f_4 . Board of Directors composition and Independence	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_5 . Conflicts of interest	✓	X	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_6 . Board performance evaluation	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_7 . Remuneration policy	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_8 . Advisory Committees	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
f_9 . Insider trading	✓	X	✓	✓	✓	✓	X	✓	✓
f_{10} . Employees role	✓	X	X	X	X	X	X	X	✓
f_{11} . CSR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X

Source: Authors' projection

As shown in Table 2, legislative vulnerabilities have been identified in separation of duties between the Chairman of the Board and the CEO, in Germany, Italy, Spain, Bulgaria and Greece, more precisely in the case of 5 the 9 analyzed countries. This is a key aspect of the governance principles, since combining the two key functions is expected to lead to less effective

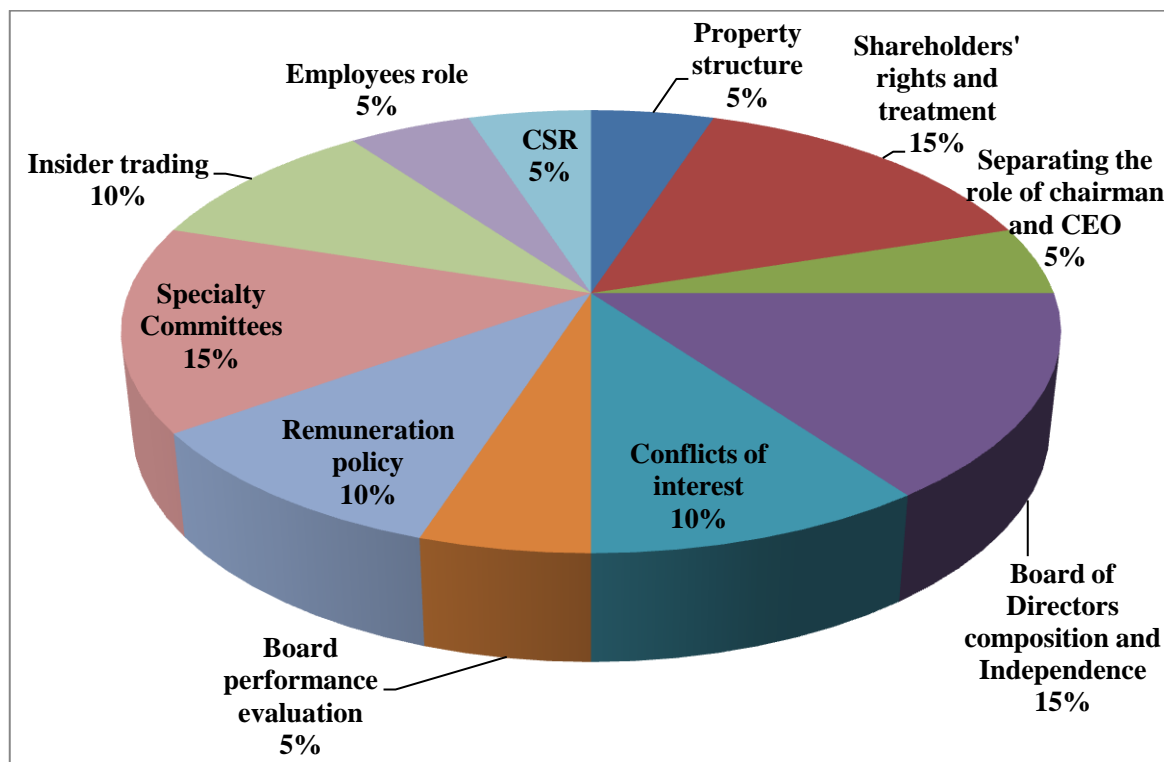
governance. Separation of duties is necessary to strengthen the overall integrity of the company and to avoid conflicts of interest in certain respects.

Transactions involving "insiders" are another aspect that is not covered by the legislative provisions for two of the studied countries, namely Italy and Greece. Because insider trading negatively influences information efficiency, which is based on unrestrained and fair access to information about an issuer of financial instruments, these practices threaten investors' confidence in the capital market and favor market abuse.

Employee involvement in corporate governance issues is proof of best practices. This is not the case in the legislation of 7 of the 9 studied countries, with the exception of Germany and Hungary. Corporate governance treats relationships between management, board of directors and employees. It is therefore essential to understand how an enterprise generates added value, which also employees can benefit of. Employee participation in corporate governance can make a considerable difference in how the human resource is valued at the enterprise level.

After identifying and defining the most important principles of corporate governance, whether or not found in national legislation, a system of coefficients has been established in relation with each key factor of corporate governance principles, using professional judgment, as described in Figure 1. The model is adapted after Spătăcean & Ghiorghiuță (2012).

Figure 1 - Structuring the principles of macro governance on levels of importance



Source: Authors' projection

The extent of corporate governance requirements' implementation by companies in the analyzed countries was further analyzed. In this respect, α_i ratings have been awarded for each of

the relevant f_i governance principles as presented above. Ratings were granted after observing public reporting information, accessible to all stakeholders.

Table 3 – Significance of ratings granted for relevant governance principles

RATING	SIGNIFICANCE
0	The company has not published any relevant information / document from which to prove compliance with corporate governance principles
1	The company complies with the principle at satisfactory level / The company has some information regarding compliance with the principle in question, but these are incomplete / limited
2	The company complies entirely with the principle, the information provided is complete

Source: Authors' projection

The selection criterion of the analyzed companies was based on their stock market capitalization, both companies with large capitalization and companies with medium or small capitalization in each country being studied. The field of activity of the analyzed companies is a random one, it is not a selection criterion. Depending on stock market capitalization, the companies analyzed are listed in Table 4, according to the information published by the stock exchanges in each country during March / April 2017.

Table 4 – Companies classification by market capitalization

Country	High capitalization	Medium capitalization	Low capitalization
GERMANY	- Deutsche Bank AG - Commerzbank AG	- Lufthansa AG - Daimler AG	- Beiersdorf AG - Adler Real Estate AG
ITALY	- Intesa Sanpaolo - ENI	- Luxottica - Telecom Italia	- Sias S.p.A - Mediaset
GREAT BRITAIN	- Royal Dutch Shell Plc - British American Tobacco Plc	- Compass Group Plc - Associated British Foods Plc	- Consort Medical Plc - Widecells Group Plc
SPAIN	- Telefonica S.A - Iberdrola S.A	- Grifols - Bankia	- Inypsa Informes y Proyectos S.A. - Fersa Energias Renovables S.A.
BELGIUM	- Galapagos - Ageas	- Befimmo - Tessengerlo	- Campine - Dexia
BULGARY	- Sopharma AD-Sofia - CB First Investment Bank AD-Sofia	- Agria Group Holding AD-Varna - CEZ Electro Bulgaria AD-Sofia	- Galata Investment Company AD-Varna - Alcomet
GREECE	- Coca Cola Hellenic Bottling Company - Alphabank A.E.	- Piraeus Bank SA - Greek Organisation of Football Prognostics	- Ellaktor S.A - Lamda Development

Country	High capitalization	Medium capitalization	Low capitalization
ROMANIA	- OMV Petrom SA - Romgaz SA	- Banca Transilvania SA - Grupul Industrial Electrocontact SA	- Armătura SA - Petrolexportimport SA
HUNGARY	- OTP Bank Plc. - MOL Hungarian Oil and Gas Public Limited Company	- Gedeon Richter Plc - Magyar Telekom	- Zwack Unicum - FHB Mortgage Bank Co Plc.

Source: Authors' projection

Taking into account the importance of each f_i relevant corporate governance principle, as well as the α_i ratings assigned to each principle, the companies' final score for the quantitative compliance analysis was calculated. This analysis was carried out on the basis of the company's "Apply or Explain" statements, annual reports on corporate governance, and other public documents posted on the official website. The final score was determined by the following calculation formula:

Scoring = $(\sum f_{(i)} * \alpha_{(i)}) \times 100 / 2$, where:

$f_{(i)}$ = level of importance, in form of weight, for each key factor of the corporate governance principles, using authors' own professional judgment

$\alpha_{(i)}$ = rating awarded to each principle, by the method presented in Tabel 3

2 = maximum awarded rating.

For example, we refer to three samples of applying the calculation methodology for obtaining the company score.

OMV Petrom: $(5*2+15*2+5*2+15*2+10*2+5*2+10*0,5+15*1,5+10*2+5*0+5*2)/2 = 83.75$

British A.Tobacco: $(5*2+15*2+5*2+15*2+10*2+5*2+10*2+15*2+10*2+5*0+5*2)/2 = 95.00$

Telefonica: $(5*2+15*2+5*1+15*2+10*2+5*2+10*2+15*2+10*2+5*0+5*2)/2 = 92.50$

The results obtained are summarized in Table 5.

Table 5 – Quantitative assessments regarding corporate governance principle enforcement

Country/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Final Score
Factor weight f_i	5%	15%	5%	15%	10%	5%	10%	15%	10%	5%	5%	
GERMANY												
Deutsche B	1	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	92.50
Commerzbank	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	95.00
Lufthansa	2	2	0	2	2	2	1	2	2	0	2	85.00
Daimler	2	2	1	2	2	0	2	2	1	0	1	80.00
Beiersdorf	1	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	70.00
Adler	1	2	2	0	2	2	1	1	0	2	0	52.50

Country/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Final Score
ITALY												
I. Sanpaolo	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	95.00
Eni	2	2	2	2	2	1	2	2	1.5	0	2	90.00
Luxottica	2	2	2	2	1	2	2	2	1	1	2	87.50
Telecom	2	2	1	1	1	0	0	1.5	2	0	2	61.25
Sias	1.5	2	1	2	1.5	1	2	1.5	2	0	2	82.50
Mediaset	1.5	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	81.25
GREAT BRITAIN												
Royal D.Shell	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	95.00
British A.Tob	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	95.00
Compass Gr.	2	2	0	2	2	1	2	2	1	0	2	82.50
As.British Foods Plc	2	2	2	2	1	2	2	1.5	1	0	2	81.25
Consort Med	1	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	92.50
Widecells Gr	2	2	2	1.5	2	1	2	1.5	2	0	2	85.00
SPAIN												
Telefonica	2	2	1	2	2	2	2	2	2	0	2	92.50
Iberdrola	2	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	82.50
Grifols	2	2	0	2	2	1	1	2	0	0	2	72.50
Bankia	2	2	2	2	1	2	2	2	2	0	2	90.00
Inypsa	1.5	1	0	2	1	1	1	2	1	0	2	63.75
Fersa	1.5	1	0	2	2	1	1	1.5	1	0	2	65.00
BELGIUM												
Galapagos	1.5	2	2	2	2	1	2	2	2	0	1	88.75
Ageas	2	2	2	2	2	1	2	2	1	0	2	87.50
Befimmo	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0	2	90.00
Tessenderlo	2	2	0	2	0	1	2	2	1	0	2	72.50
Campine	1.5	2	2	2	2	1.5	1	2	1	0	2	82.50
Dexia	0.5	2	1	2	2	0.5	2	2	2	0	0	80.00
BULGARY												
Sopharma	1	2	0	2	2	0	2	1	2	0	2	75.00
CB FI Bank	2	2	0	2	2	2	2	2	2	0	1	87.50
Agria Group	1	1	0	1	0	0	2	1	0	0	2	40.00
CEZ Electro	2	1	0	2	1	0	0	1	0	0	0	40.00
Galata Investment	1	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0	22.50
Alcomet	1	1	1	2	0	0	0	0	0	0	2	32.50
GREECE												
Coca Cola	1.5	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	91.25
Alpha bank	1	2	2	2	1	1	2	2	1	1	2	82.50
Piraeus B.	2	2	0	2	1	1	2	2	2	0	2	82.50
OPAP	0	2	0	2	1	0	1	2	2	0	2	70.00
Ellaktor	1	2	2	2	1	1	1	1	1	0	2	67.50
Lamda	1	2	0	2	1	2	2	1.5	1	0	2	73.75

Country/Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Final Score
ROMANIA												
OMV Petrom	2	2	2	2	2	2	0.5	1.5	2	0	2	83.75
Romgaz	2	2	2	2	2	0	1	2	1	0	2	80.00
BT	2	2	2	2	2	1	2	2	2	0	2	92.50
Electrocontact	1	2	0	2	1.5	0	1	0	1	0	0	50.00
Armătura SA	0	1	0	1	1	0	0	0.5	1	0	0	28.75
Petrolimportexport	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	17.50
HUNGARY												
OTP Bank	1.5	2	2	2	2	2	2	2	2	0	1	91.25
Mol	2	2	2	2	2	1.5	2	1.5	2	2	2	95.00
Gedeon Richter	1.5	2	2	2	1	1	2	2	1	2	2	86.25
Magyar Telekom	1.5	2	0	2	0	1	2	1.5	2	1	2	75.00
Zwack	1	2	2	1.5	1	0	2	1	2	0	2	71.25
FHB bank	1	2	2	2	1	1	1	0	1	0	1	57.50

Source: Authors' projection

For a better comparability of the data obtained and presented in Table 5, a synthesis of the total scores obtained for each country, in relation with the 11 f_i key factors of governance, was performed.

Table 6 – Total scores obtained by each country for $f_{(i)}$ factors

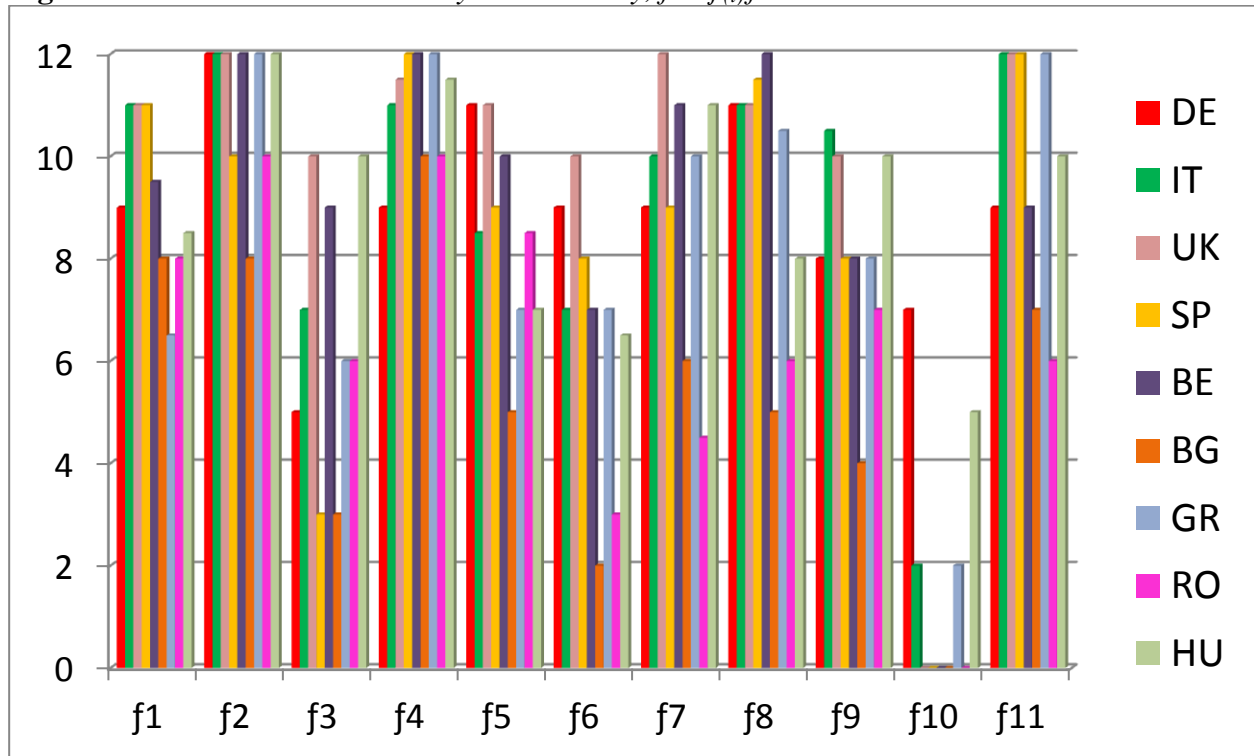
Country/ Factor	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5	f_6	f_7	f_8	f_9	f_{10}	f_{11}	Total
DE	9	12	5	9	11	9	9	11	8	7	9	99.00
IT	11	12	7	11	8.5	7	10	11	10.5	2	12	102.00
UK	11	12	10	11.5	11	10	12	11	10	0	12	110.50
SP	11	10	3	12	9	8	9	11.5	8	0	12	93.50
BE	9.5	12	9	12	10	7	11	12	8	0	9	99.50
BG	8	8	3	10	5	2	6	5	4	0	7	58.00
GR	6.5	12	6	12	7	7	10	10.5	8	2	12	93.00
RO	8	10	6	10	8.5	3	4.5	6	7	0	6	69.00
HU	8.5	12	10	11.5	7	6.5	11	8	10	5	10	99.50
Total	82.50	100.00	59.00	99.00	77.00	59.50	82.50	86.00	73.50	16.00	89.00	

Source: Authors' projection

Based on the α_i ratings for companies (from 0 to 2) and taking into account the number of companies surveyed in each country (6 companies) and the number of key governance factors (11), the maximum possible value for the scores allocated to each country is 132 points. Based on the data presented in Table 6, it is noted that the highest score was obtained by the United Kingdom (110.50 points), followed by Italy (102 points). Romania marked a score of 69 points while Bulgaria scored the lowest value (58 points).

Figure 2 reflects the weaknesses and strengths of countries, based on the company scores in relation to each of the 11 corporate governance factors.

Figure 2 – Total scores obtained by each country, for $f_{(i)}$ factors



Source: Authors' projection

Based on the researches carried out, it can be concluded that, in relation to the total scores obtained in the 9 countries:

(a) the following governance principles are characterized by a high level of compliance:

- f2 – Rights and treatment of shareholders
- f4 – The composition of the board of directors
- f11 – Social Responsibility
- f8 – Advisory Committees
- f7 – Remuneration Policy
- f1 – Property Structure

(b) the following governance principles are characterized by a low level of compliance:

- f5 – Conflicts of interest
- f9 – Insiders transactions
- f6 – Evaluation of Board Performance
- f3 – Segregation of duties between the president of the Board and CEO
- f10 – Employee Role.

4. CONCLUSIONS

In order to get an overview of governance systems at European level, the present study analyzes nine of the European states. Each of them has a set of legislative provisions on corporate governance to build on the principles recommended by international bodies such as the OECD or the World Bank. There is a general tendency to incorporate the concept of governance at both national and corporate level. As stated in this study, the basis of stable corporate governance is the balance between mandatory statutory regulations and voluntary adoption codes and recommendations.

As a result of our research, we have determined that companies' main concerns focus on the most important corporate governance factors, such as shareholders' rights and treatment, board membership and independence, or the functioning of advisory committees (audit, remuneration or nomination). Avoiding conflicts of interest and "insiders" transactions are both important aspects of governance, but companies pay less attention to them.

In some areas of governance, such as "Segregation of duties between the president of the Board and CEO" or "Employee Role", low scores from companies can be explained by the absence of specific legislation or codes of practice. Inclusion of these requirements in the regulatory framework would amount to an impetus for company compliance.

Despite the changes and improvements that have taken place in recent years in corporate governance legislation and in the majority of companies adopting voluntary governance codes, there are still issues that require improvement, such as: greater importance given to the Governing Board, separation of the executive role of CEO and chairman of the board, or involvement of employees in corporate governance decisions.

By understanding and validating the importance of an efficient corporate governance infrastructure, from a macro perspective, we can conclude that good governance should involve more than stimulating investment behavior and performance. Good governance also needs to focus on social well-being, encouraging the qualitative development of human capital, by increasingly assimilating the concept of social responsibility.

Bibliography

1. Cadbury, A. (1992) *Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)*;
2. Calder Alan, „*Corporate Governance. A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*”, MPG Books Ltd., Bodmin, Cornwall, 2008;
3. Lutgart Van den Berghe, „*Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*”, Kluwer Academic Publishers, 2002;
4. Sanjay Anand, „*Essentials of Corporate Governance*”, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2008;
5. Solomon Jill, Solomon Aris, „*Corporate Governance and Accountability*”, John Wiley&Sons Ltd., 2004;
6. Zabihollah Rezaee, „*Corporate Governance Role in Financial Reporting*”, Elsevier Ltd., 2004;
7. Ana Morariu, „*Internal audit and corporate governance*”, București University Publishing House, 2008;
8. Marcel Ghiță, „*Corporate governance*”, Economica București Publishing House, 2008;

9. Ioan Ovidiu Spătăcean, Loredana Ghiorghiță, „*Testing compliance with corporate governance principles on the romanian capital market*”, Studia Universitatis Petru Maior, Series Oeconomica, Fasciculus 1, Year VI, 2012;
10. Tatiana Dănescu, Ovidiu Ioan Spătăcean, „*Assessing compliance with corporate governance principles in case of Romanian Financial Investment Companies*”, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, Number 13(Volume 2), 2011;
11. Tatiana Dănescu, Ovidiu Ioan Spătăcean, „*Corporate governance – principles applicable to listed entities on a regulated capital market*”, Financial Audit Journal, Year VI, no.8/2008.