

UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI CLUJ NAPOCA
ȘCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
DOMENIUL FINANȚE

TEZĂ DE DOCTORAT

GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ȘI POLITICA DE DIVIDENDE

REZUMAT

Conducător de doctorat

Prof.univ.dr. Ioan E. NISTOR

Doctorand

Adrian Claudiu POPA

2015

Cuvinte cheie

governanță corporativă, politică de dividende, bursa de valori bucurești, economii emergente

Mulțumiri

Această lucrare a fost posibilă datorită sprijinului financiar oferit prin Programul Operațional Sectorial Dezvoltarea Resurselor Umane 2007-2013, cofinanțat prin Fondul Social European, în cadrul proiectului POSDRU/107/1.5/S/76841, cu titlul Studii doctorale moderne: internaționalizare și interdisciplinaritate, axa prioritară 1. Educația și formarea profesională în sprijinul creșterii economice și dezvoltării societății bazate pe cunoaștere, domeniul major de intervenție 1.5. Programe doctorale și postdoctorale în sprijinul cercetării.

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT
GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ȘI POLITICA DE DIVIDENDE

CUPRINS

LISTA ABREVIERILOR

LIMINARII

CAPITOLUL 1. GUVERNANȚA CORPORATIVĂ: UN CONCEPT LA CONFLUENȚA SECOLELOR XX-XXI

- 1.1. „Guvernanța corporativă” în peisajul „gubernanței”
 - 1.1.1. Accepțiuni ale termenului „gubernanță”
 - 1.1.2. „Guvernanță corporativă” vs. „gubernanță corporatistă”
- 1.2. Momente esențiale în evoluția gubernanței corporative
 - 1.2.1. Apariția conceptului
 - 1.2.2. Criza asiatică: statornicirea dimensiunii financiare a gubernanței corporative
 - 1.2.3. O nouă provocare: criza financiară și economică din 2008
- 1.3. Definiții și evoluții conceptuale
 - 1.3.1. Guvernanța corporativă – un concept cameleonic
 - 1.3.2. Repere în evoluția gubernanței corporative
- 1.4. Modele de gubernanță corporativă. Implicații financiare
 - 1.4.1. Dihotomia modelelor de gubernanță corporativă și sursele de finanțare externă
 - 1.4.2. Polaritatea sistemelor de gubernanță corporativă
 - 1.4.2.1. Guvernanța corporativă anglo-americană
 - 1.4.2.2. Guvernanța corporativă în Europa
 - 1.4.2.3. Guvernanța corporativă asiatică
 - 1.4.3. Convergența sistemelor. Globalizarea gubernanței corporative
- 1.5. Teorii ale gubernanței corporative
 - 1.5.1. Guvernanța corporativă în literatura de specialitate
 - 1.5.2. Abandonarea definițiilor: emergența teoriilor gubernanței corporative
 - 1.5.3. Principalele teorii ale gubernanței corporative
 - 1.5.3.1. Teoria raporturilor de mandat (*agency theory*) – paradigma financiară a gubernanței corporative
 - 1.5.3.2. Teoria administratorului (*stewardship theory*)
 - 1.5.3.3. Teoria deținătorilor de interese (*stakeholder theory*)
 - 1.5.3.4. Teoria dependenței de resurse (*resource dependency theory*)
 - 1.5.3.5. Teoria costurilor de tranzacționare (*transaction cost theory*)
 - 1.5.3.6. Teoria politică (*political theory*)
 - 1.5.4. Ascensiunea noilor teorii ale gubernanței corporative

CAPITOLUL 2. POLITICA DE DIVIDENDE ȘI FACTORII DE INFLUENȚĂ

- 2.1. Cercetări incipiente privind politica de dividende
- 2.2. Modele ale politicii de dividende
 - 2.2.1. Modelul Lintner
 - 2.2.2. Modelul Miller și Modigliani

- 2.3. Dreptul la dividende
- 2.4. Factorii de influență ai politicii de dividende în contextul guvernantei corporative
 - 2.4.1. Diversitatea factorilor de influență
 - 2.4.2. Particularitățile întreprinderii ca factor de influență pentru politica de dividende
 - 2.4.2.1. Mărimea, stadiul de dezvoltare, profitabilitatea și oportunitățile de dezvoltare
 - 2.4.2.2. Structura financiară, a stimulentei și acționariatului
 - 2.4.2.3. Calitatea de emitent de valori mobiliare
 - 2.4.3. Rolul caracteristicilor pieței în formularea politicii de dividende a întreprinderilor
 - 2.4.3.1. Fiscalitatea
 - 2.4.3.2. Reglementările privind protecția investitorilor
 - 2.4.3.3. Concurența
 - 2.4.3.4. Psihologia investitorilor
 - 2.4.4. Substituenții dividendelor. Răscumpărarea de acțiuni și problemele de guvernare corporativă
 - 2.4.4.1. Răscumpărarea de acțiuni ca formă de distribuție a profitului
 - 2.4.4.2. Răscumpărarea acțiunilor întreprinderilor americane sau despre adăpostul sigur
 - 2.4.4.3. Răscumpărarea acțiunilor în cazul întreprinderilor europene
 - 2.4.4.4. Concluzii

CAPITOLUL 3. DISTRIBUIRILE DE DIVIDENDE ALE ÎNTRINDERILOR LISTATE LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI – B.V.B.

- 3.1. Politica de dividende: economii dezvoltate vs. economii emergente
- 3.2. Obiectivele studiului politicii de dividende a întreprinderilor listate la B.V.B.
- 3.3. Observații privind distribuirile de dividende cumulate ale emitenților BVB în perioada 2003-2012
 - 3.3.1. Întreprinderile-sursă și evoluțiile profitului întreprinderilor distribuitoare
 - 3.3.2. Evoluția și compoziția dividendului distribuit
 - 3.3.3. Concluzii privind distribuirile de dividende cumulate în perioada 2003-2012. Profilul întreprinderii distribuitoare – emitent BVB
- 3.4. Construirea eșantionului și alegerea variabilelor pentru studierea politicii de dividende a întreprinderilor listate la Bursa de Valori București
 - 3.4.1. Bazele de date utilizate în construirea eșantionului
 - 3.4.2. Construirea eșantionului propriu-zis
 - 3.4.3. Alegerea variabilelor pentru măsurarea caracteristicilor întreprinderii distribuitoare
 - 3.4.4. Indicatori pentru măsurarea caracteristicilor întreprinderii distribuitoare și semnificația acestora din perspectiva guvernantei corporative
 - 3.4.4.1. Dividendul în cifră absolută (DIV)
 - 3.4.4.2. Rata rentabilității economice – *Return on Assets* (ROA)
 - 3.4.4.3. Rata rentabilității financiare – *Return on Equity* (ROE)
 - 3.4.4.4. Randamentul dividendului - *Dividend yield* (DIVY)
 - 3.4.4.5. Capitalizarea bursieră (Cb)
 - 3.4.4.6. Profitul pe acțiune – *Earnings per Share* (EPS)
 - 3.4.4.7. Coeficientul de capitalizare bursieră – *Price Earnings Ratio* (PER)
 - 3.4.4.8. Levierul financiar (LEV)

- 3.4.4.9. Gradul de îndatorare total (G_i)
- 3.4.4.10. Dividendul pe acțiune – *Dividend per Share* (DPS)
- 3.4.4.11. Rata de retenție (R_r)
- 3.4.4.12. Rata de distribuire (R_d)
- 3.4.4.13. Indicele q al lui Tobin ($Tobq$)

CAPITOLUL 4. STUDIU ASUPRA LEGĂTURILOR DINTRE POLITICA DE DIVIDENDE ȘI CARACTERISTICILE ÎNTREPRINDERII DISTRIBUITOARE. MODELE MATEMATICE APLICATE LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI – B.V.B.

- 4.1. Legătura dintre distribuția de dividende și caracteristicile întreprinderii
 - 4.1.1. Modelele regresionale
 - 4.1.1.1. Regresie multiplă având la bază datele eșantionului complet
 - 4.1.1.2. Regresii simple având la bază datele subeșantionului
 - 4.1.2. Concluzii parțiale asupra legăturii dintre distribuția de dividende și caracteristicile întreprinderii
- 4.2. Raporturile politicii de dividende cu caracteristicile întreprinderii
 - 4.2.1. Modelele regresionale
 - 4.2.1.1. Regresii simple
 - 4.2.1.2. Regresii multiple
 - 4.2.2. Concluzii parțiale asupra raporturilor politicii de dividende cu caracteristicile întreprinderii
- 4.3. Influența caracteristicilor întreprinderii asupra capacității sale de a produce resurse distribuibile
 - 4.3.1. Modelele regresionale
 - 4.3.1.1. Regresii simple
 - 4.3.1.2. Regresia multiplă
 - 4.3.2. Concluzii parțiale referitoare la influența caracteristicilor întreprinderii asupra capacității acesteia de a produce resurse distribuibile
- 4.4. Importanța politicii de dividende în determinarea performanței întreprinderii distribuitoare
 - 4.4.1. Modelele regresionale
 - 4.4.1.1. Regresii simple
 - 4.4.1.1.1. Performanța întreprinderii. Rata rentabilității financiare (ROE)
 - 4.4.1.1.2. Performanța întreprinderii. Rata rentabilității economice (ROA)
 - 4.4.1.1.3. Performanța întreprinderii. Profitul pe acțiune (EPS)
 - 4.4.1.1.4. Performanța întreprinderii. Coeficientul de capitalizare bursieră (PER)
 - 4.4.1.2. Regresii multiple
 - 4.4.2. Concluzii parțiale despre importanța politicii de dividende în determinarea performanței întreprinderii distribuitoare

CONCLUZII FINALE

BIBLIOGRAFIE

LISTA FIGURILOR

LISTA TABELELOR

LISTA ANEXELOR

TEZĂ DE DOCTORAT

GUVERNANȚA CORPORATIVĂ ȘI POLITICA DE DIVIDENDE

REZUMAT

Teza intitulată „**Guvernanța corporativă și politica de dividende**” a fost structurată într-un capitol introductiv și alte patru capitole următoare, primele două preponderent teoretice, cu rolul de a realiza sinteza unei extrem de ample literaturi de specialitate elaborată îndeosebi în economiile dezvoltate, iar ultimele două având un pronunțat caracter aplicativ, marcând o întoarcere a privirii către piața de capital din România, asupra deficiențelor sale de guvernanță corporativă la nivel întreprinderilor și a întregii piețe, dar și a particularităților distribuirilor de dividende în acest spațiu. Teza se încheie cu prezentarea concluziilor finale ale studiului empiric și indicarea unor potențiale direcții viitoare de cercetare.

Liminariile prezintă argumentele avute în vedere pentru alegerea temei de cercetare, fixează obiectivele generale și specifice ale investigației și identifică beneficiarii demersului, precizând instrumentarul metodologic la care s-a făcut apel. De asemenea, într-o manieră extensivă sunt prezentate limitele cercetării, respectiv: (i) întreprinderile nelistate, (ii) întreprinderile din industriile reglementate, precum și (iii) întreprinderile deținute de stat. Concluziile studiului empiric vor dovedi, însă, că este necesară revizitarea limitelor cercetării, pentru că întreprinderile din industriile reglementate și întreprinderile cu capital de stat reprezintă particularități importante ale Bursei de Valori București în ceea ce privește distribuirea de dividende, iar argumentul excluderii acestora nu va putea să subziste în cadrul părții aplicative a actualului demers, căreia i-au fost rezervate capitolele 3 și 4.

Partea teoretică a tezei este afectată guvernanței corporative și factorilor de influență ai politicii de dividende, iar contribuția autorului este reprezentată în principal de parcurgerea unei vaste literaturi de specialitate și realizarea unei sinteze comprehensive a acesteia, pusă la dispoziția celor interesați într-o abordare interdisciplinară.

Capitolul 1 este dedicat cu precădere guvernanței corporative. Acesta debutează cu așezarea conținutului doctrinar al conceptului, parcurge momentele esențiale ale evoluției sale și descoperă crizele drept un catalizator al dezvoltării permanente. Capitolul continuă

cu prezentarea definițiilor aparținând doctrinei financiare și juridice, dar și cu fixarea câtorva repere cronologice documentare: rapoarte, coduri de governanță, acte normative. Stadiul cunoașterii este sintetizat în secțiunea dedicată literaturii de specialitate, îndeosebi cea americană. Ultimele două secțiuni ale celui dintâi capitolul sunt afectate modelelor, precum și principalelor teorii ale guvernancei corporative. Studiul modelelor de guvernanceă întâlnite azi pe mapamond (anglo-american, european și asiatic) va pune în evidență caracteristicile cu potențial explicativ pentru observațiile ulterioare, realizate pe un eșantion de întreprinderi listate la Bursa de Valori București. În fine, tratarea teoriilor guvernancei corporative acordă ponderea cea mai importantă teoriei raporturilor de mandat (*agency theory*), considerată paradigma financiară a guvernancei corporative.

Capitolul 2 tratează factorii de influență ai politicii de dividende în contextul guvernancei corporative. Începutul capitolului conține premisele teoretice ale cercetărilor incipiente și ale modelelor politicii de dividende care au generat numeroase teorii posterioare. Dintre acestea, vor fi avute în vedere cu precădere cele care au semnificație din perspectiva guvernancei corporative. Astfel, capitolul 2 dezvoltă, în cea mai mare parte a sa, factorii de influență ai politicii de dividende proveniți din rândul caracteristicilor întreprinderii (mărimea, profitabilitatea, oportunitățile de creștere, structura financiară sau cea a acționariatului întreprinderii), dar și factorii ținând de caracteristicile pieței pe care întreprinderea își desfășoară activitatea (fiscalitatea, reglementările privind protecția investitorilor sau concurența).

În cele din urmă, sub inspirația delimitărilor care se fac în doctrina americană între politica de distribuire a profitului (*payout policy*), ca gen, și politica de dividende (*dividend policy*), ca specie, este tratată problema răscumpărărilor de acțiuni și provocările pe care le adresează această formă alternativă de distribuire a profitului la adresa guvernancei corporative.

În concluzie, susținem că atât în Statele Unite, cât și în Europa, semnalul asociat unui anunț privind răscumpărarea de acțiuni este pozitiv receptat de piață, sau în niciun caz negativ, însă răscumpărarea de acțiuni este utilizată în distribuirea profitului de către întreprinderi din Statele Unite ca formă concurentă sau ca alternativă la plata dividendelor, în timp ce în Europa, chiar după o lungă perioadă în care a fost practic interzisă, despre răscumpărarea de acțiuni nu se poate afirma că a devenit un loc comun. Explicația principală a acestei realități provine din observarea regimului juridic diferit în care operațiunea are loc:

un regim permisiv sub dreptul american, respectiv un regim restrictiv sub prevederile legislației europene, chiar dacă, sub influență americană, vechiul continent a optat pentru liberalizare de mai bine de un deceniu.

În consecință, problemele de guvernanță pe care răscumpărarea de acțiuni le pune întreprinderilor americane sunt mai serioase, iar practica frecventă a răscumpărării a evidențiat tendințe segregacioniste în rândul diferitelor clase de acționari (*insiderii* folosind răscumpărarea drept vehicul pentru sporirea averii lor, pe seama *outsiderilor*), precum și între acționari și deținătorii de interese (*stakeholders*), în vreme ce pentru întreprinderile europene răscumpărarea de acțiuni poate acționa ca un mecanism de guvernanță.

Cu toate acestea, studii recente arată că există o tendință ca impedimentul de natură culturală originat mai cu seamă în neuz, să fie surmontat de întreprinderile europene, îndreptându-se înspre o convergență globală, în care răscumpărarea de acțiuni devine o formă curentă de distribuire a profitului, iar eventualele diferențe, cauzate de specificități reglementare, devin secundare, creând spațiu de manifestare pentru alte particularități, de data aceasta derivate din caracteristicel tipului de piață pe care acționează întreprinderea care răscumpărare sau familiei juridice căreia îi aparține legislația statului sub care se derulează operațiunea.

Capitolele 3 și 4 compun **partea aplicativă a tezei**, care este realizată la nivelul tuturor întreprinderilor distribuitoare de dividende în perioada 2003-2012 (capitolul 3), respectiv pe un eșantion de 75 de întreprinderi distribuitoare în perioada 2008-2012 (capitolul 4). Studiul contribuie la literatura de specialitate din România dedicată finanțelor corporative prin evidențierea factorilor de influență ai politicii de dividende care sunt specifici întreprinderilor listate pe piața de capital din România. Totodată, acesta adaugă literaturii internaționale care tratează despre politica de dividende a întreprinderilor din economiile emergente, care nu numai că este o preocupare mai recentă a cercetătorilor, dar atunci când se îndreaptă spre piețele de capital emergente sau de frontieră, în general se oprește asupra piețelor asiatice și prea puțin spre cele ale Europei Centrale și de Est.

Capitolul 3 introduce, mai întâi, cititorul, în asemănările și deosebirile existente între economiile dezvoltate și economiile emergente în materie de politică de dividende și fixează obiectivul principal al studiului întreprins în capitolul următor: studierea politicii de dividende a întreprinderilor listate la Bursa de Valori București. Pentru atingerea acestuia, în prealabil sunt făcute observații asupra distribuțiilor cumulate efectuate în deceniul 2003-

2012. Rezultatul va consta în conturarea clară a profilului întreprinderii distribuitoare de dividende care are calitatea de emitent pe Bursa de Valori București. Concluzionăm că, ulterior procesului de privatizare și a listării unor importante întreprinderi de stat pe BVB, pe piața de capital din România întreprinderea distribuitoare de dividende prezintă trei caracteristici fundamentale: (i) capitalul privat; (ii) acționează în sectorul industriilor reglementate; (iii) aparține sectorului energetic.

În al doilea rând, tot în capitolul 3 pot fi regăsite detaliile construirii eșantionului și, de asemenea, descrierea indicatorilor care vor fi utilizați pentru măsurarea caracteristicilor întreprinderii distribuitoare, dar și a semnificației acestora din perspectiva guvernantei corporative.

Capitolul 4, urmând prescripțiile literaturii de specialitate, care recomandă ca, în cadrul piețelor emergente, să se studieze caracteristicile întreprinderii distribuitoare mai degrabă decât să se încerce explicarea fundamentelor distribuirii, conține un studiu empiric asupra legăturilor politicii de dividende cu caracteristicile întreprinderii distribuitoare. Pentru decelarea acestora au fost construite modele matematice, care au fost grupate în câte patru seturi de regresii lineare, simple sau multiple. Distribuiri de dividende vor fi separate de politica de dividende pentru studierea legăturilor acestora cu caracteristicile întreprinderii distribuitoare (în primul, respectiv al doilea set de regresii), iar cel de-al treilea set de regresii va analiza legăturile dintre capacitatea întreprinderii de a distribui resurse distribuibile și caracteristicile întreprinderii. Toate aceste modele regresionale iau în considerare indicatorii calculați pentru dividendele întreprinderilor (distribuirea în cifră absolută, politica de dividende – prin rata de distribuire – și, în fine, randamentul dividendului) drept variabile dependente. Ultimul set de regresii (al patrulea) va așeza indicatorii politicii de dividende ca variabilă independentă în încercarea de a determina influența acestora asupra performanței întreprinderii distribuitoare, măsurată prin 4 indicatori de profitabilitate, considerați ca variabile dependente.

(i). Primul set de regresii utilizează, într-o primă regresie, valoarea dividendului în cifră absolută (DIV) ca variabilă dependentă și performanța întreprinderii, măsurată prin doi indicatori secundari, respectiv rata rentabilității economice – *Return on Assets* (ROA) – și rata rentabilității financiare – *Return on Equity* (ROE), ca variabile independente, calculate pentru întreg eșantionul de 75 de întreprinderi. Pentru fiecare întreprindere din eșantion s-

au folosit datele financiare relevante din perioada celor 5 ani avuți în vedere de studiu (2008-2012). Așadar, datele prelucrate se vor baza pe 375 de observații.

A doua regresie s-a construit tot pe baza datelor utilizate pentru studierea legăturilor cu ajutorul primului set de regresii. Această regresie multiplă a utilizat ca variabile independente, suplimentar față de ROA și ROE, alți 8 indicatori, respectiv randamentul dividendului (DIVY), beneficiul/profitul pe acțiune (EPS), coeficientul de capitalizare bursieră (PER), levierul financiar (LEV), dividendul pe acțiune (DPS), gradul de îndatorare total (Gi), rata de retenție (Rr) și indicele q (al lui Tobin).

Regresia multiplă (adică cea de-a doua regresie din primul set de regresii) a fost construită și a folosit un sub-eșantion al celui inițial, format din 70 de întreprinderi. Pentru fiecare întreprindere din sub-eșantion au fost preluate datele financiare relevante din perioada celor 5 ani avuți în vedere de studiu (2008-2012). Astfel, datele prelucrate s-au bazat pe 345 de observații, fiind considerate valoarea dividendului, ca variabilă dependentă și o serie de caracteristici ale întreprinderii, ca variabile independente, măsurați prin următorii 10 indicatori: (i) rata rentabilității economice (ROA); (ii) rata rentabilității financiare (ROE); (iii) randamentul dividendului (DIVY); (iv) beneficiul/profitul pe acțiune (EPS); (v) coeficientul de capitalizare bursieră (PER); (vi) levierul financiar (LEV); (vii) dividendul pe acțiune (DPS); (viii) gradul de îndatorare total (Gi); (ix) rata de retenție (Rr) și (x) indicele q (al lui Tobin).

Analizând factorii care influențează distribuția de dividende de către întreprinderile listate pe BVB, am constatat existența unei legături semnificative din punct de vedere statistic, de intensitate puternică și pozitivă între distribuția de dividende și mărimea întreprinderii, măsurată prin capitalizarea bursieră. De asemenea, am observat existența unei legături semnificative din punct de vedere statistic, de intensitate medie și pozitivă între distribuția de dividende, performanța întreprinderii și stadiul de dezvoltare al acesteia. Nu este o surpriză faptul că, și în cazul întreprinderilor cotate pe piața de capital românească, se confirmă rezultatele cercetărilor realizate pe piețe de capital dezvoltate, conform cărora întreprinderile mari, profitabile și ajunse într-un stadiu matur de dezvoltare, sunt cele care distribuie dividende. În egală măsură, era de așteptat să existe o corelație negativă între distribuția de dividende și constrângerile financiare, dar intensitatea slabă a legăturii este o observație interesantă.

Totuși, faptul că întreprinderile mari, mature și profitabile distribuie dividende nu prezintă relevanță pentru analiza politicii de dividende, deoarece în sine, această informație nu adaugă semnificativ la cunoașterea comportamentului financiar al întreprinderilor românești. Distribuirea de dividende este un flux de ieșire, iar rezultatul primului set de regresii arată doar în cazul cărora dintre întreprinderile cotate pe BVB este mai probabil să fie identificat un astfel de flux.

Pentru ca să putem vorbi de existența unei politici de dividende ar trebui să putem observa nu numai că au loc distribuiri de dividende (ieșiri de resurse), ci că acestea sunt urmarea aplicării unor reguli sau principii privitoare la distribuire, motiv pentru care am construit următoarele seturi de regresii.

(ii). Al doilea set de regresii a utilizat datele subeșantionului, așa cum acesta a fost descris anterior, iar variabilele independente au măsurat aceleași caracteristici ale întreprinderii, cu ajutorul unora dintre indicatorii deja menționați.

Prin studierea legăturilor cu ajutorul celui de-al doilea set de regresii am stabilit factorii determinanți pentru politica de dividende în funcție de rata de distribuire (R_d), considerată ca variabilă dependentă.

Într-o primă etapă, am verificat, prin regresii lineare simple, corelația variabilei dependente (R_d) cu fiecare dintre indicatorii ROE, ROA, LEV, G_i , Tobq, PER, Cb și TA, indicatori avuți în vedere potrivit semnificațiilor indicate anterior.

În etapa a doua am construit o regresie multiplă prin care am determinat influența cumulată a celor mai relevanți dintre factorii selectați, eliminându-i pe cei a căror însemnătate a fost relevată în regresii simple ca fiind mai puțin importantă.

Am apreciat că rata de distribuire (R_d) este un indicator mai relevant pentru politica de dividende decât dividendul în cifră absolută (DIV), anterior utilizat. Acesta din urmă indică o ieșire de resurse dintre întreprinderi către acționarii săi, fără a conține și vreo informație relevantă despre fundamentele fluxului. Totuși, nici pe baza rezultatelor obținute prin modelele regresionale care au utilizat regresia lineară simplă în cel de-al doilea set de regresii nu s-a relevat existența vreunei corelații puternice între R_d și factorii luați în considerare, ceea ce, în opinia noastră, înseamnă că în fundamentarea politicii de dividende a întreprinderilor listate pe BVB au o influență puternică alte elemente decât cele relevate în studiile consacrate economiilor dezvoltate și care au fost folosite și în studiul de față.

Concluziile acestea sunt susținute și de rezultatul obținut prin modelul regresional care a utilizat regresia multiplă, conform căruia performanța întreprinderii, structura financiară, mărimea acesteia și oportunitățile de investiții, avuți în vedere ca factori determinanți și considerați împreună, au o influență de numai 12,16% asupra fundamentării ratei de distribuire. Așadar, rata de distribuire, ca element esențial al politicii de dividende al unei întreprinderi, se formează după alte reguli, aflate în afara factorilor uzual întâlniți în practica politicii de dividende a întreprinderilor din economiile dezvoltate.

(iii). Al treilea set de regresii va utiliza, de asemenea, datele subeșantionului, așa cum acesta a fost descris anterior, iar variabilele utilizate măsoară aceleași caracteristici ale întreprinderii, cu ajutorul unora dintre indicatorii deja menționați.

Al treilea set de regresii va analiza legăturile randamentului dividendului (DIVY) cu factorii de influență ai politicii de dividende măsurați prin următorii indicatori: ROE, ROA, LEV, Gi, Tobq, PER, Cb și TA.

Ulterior, printr-o regresie multiplă, am determinat influența cumulată a celor mai relevanți dintre factorii selectați, eliminându-i pe cei a căror însemnătate este relevată în regresiiile simple ca fiind mai puțin importantă.

Rezultatele acestor modele studiază legătura dintre performanțele întreprinderii din perspectiva capacității acesteia de a genera resurse distribuibile (dividende).

Modelele regresionale simple care au fost folosite relevă existența unei singure corelații puternice între randamentul dividendului (DIVY) și pleiada variabilelor indicate mai sus, stabilind că randamentul dividendului este semnificativ, puternic, dar negativ corelat cu stadiul de dezvoltare al întreprinderii. Rezultatul este neașteptat, cu atât mai mult cu cât corelația este negativă și în ceea ce privește mărimea întreprinderii.

Corelații de intensitate medie și pozitivă există, potrivit aceluiași rezultate, între randamentul dividendului și performanța utilizării activului economic, respectiv performanța utilizării capitalurilor proprii. Cu alte cuvinte, au capacitatea de a produce resurse distribuibile (dividende), acele întreprinderi care performează atât economic, cât și din punct de vedere financiar.

În temeiul rezultatelor regresiei multiple, susținem că performanța întreprinderii, structura sa financiară, mărimea și oportunitățile de investiții, caracteristici considerate împreună, au o influență de 40,84% asupra determinării randamentului dividendului, ceea

ce înseamnă că randamentului dividendului se circumscrie cu precădere altor factori decât cei identificați aici.

(iv). În fine, și ultimul set de regresii va utiliza datele subeșantionului, așa cum acesta a fost descris anterior, cu ajutorul unora dintre indicatorii deja menționați.

Cel de-al patrulea set de regresii își îndreaptă atenția către modul în care politica de dividende influențează performanța întreprinderii. Astfel, cei patru indicatori care cuantifică performanța întreprinderii prin prisma profitabilității acesteia (ROA, ROE, EPS și PER) vor fi considerați, pe rând, ca variabilă dependentă într-o serie de regresii în care indicatorii politicii de dividende (DIV, Rd și DIVY), precum și indicatorul pentru oportunitățile de investiții (Tobq), devin variabile independente.

Printr-o regresie multiplă realizată pentru cele mai semnificative componente ale politicii de dividende am determinat influența cumulată a acestora asupra profitabilității întreprinderii, eliminându-le pe cele ale căror impact comportă o relevanță secundară, așa cum aceasta a fost măsurată în regresii simple anterioare.

Observând rezultatele celui de-al patrulea set de regresii este interesant de remarcat, încă o dată, că prevalează perspectiva acționarului asupra performanței întreprinderii. Faptul că elementele politicii de dividende determină în proporție de 87% eficiența utilizării capitalului propriu, arată că resursele care se află la dispoziția întreprinderii depind aproape în totalitate de acționari, care din punct de vedere financiar domină viața corporațiilor, atât în sensul deciziei de a lăsa profiturile în patrimoniul întreprinderilor, preferând să nu-și exercite dreptul la dividende, cât și în ceea ce privește participarea la constituirea și majorarea capitalului. Astfel, conectate mai degrabă la resursele acționarilor decât la cele ale altor tipuri de furnizori (creditorii), întreprinderile distribuitoare de dividende listate pe BVB manifestă o vădită dependență față de acționari și de imperativele pe care aceștia le descriu. În aceste condiții, acționarul majoritar devine stăpânul absolut al întreprinderii, managerii sunt transformați în instrumentele executive ale dorințelor proprietarului, iar salvagardarea drepturilor acționarilor minoritari atârână aproape în totalitate de amenajarea legislativă și puterea de aplicare a legii.

Concluziile studiului prezentate treptat, la finalul fiecărui set de regresii au fost interpretate extensiv în *concluziile finale* ale tezei, după care am indicat unele direcții viitoare de cercetare.

În primul rând, așa cum rezultă din observarea distribuțiilor dividendelor cumulate în perioada 2003-2012, Bursa de Valori București prezintă o evidentă concentrare a distribuțiilor de dividende la nivelul primelor 10 întreprinderi distribuitoare, clasificare realizată după dividendul în cifră absolută.

În al doilea rând, din studierea statistică a distribuțiilor de dividende cu ajutorul primului set de regresii, concluzionăm că există explicații coerente pentru formarea profitului distribuibil (adică a dividendului în cifră absolută). Astfel, caracteristicile întreprinderii care influențează cel mai puternic distribuția de dividende la întreprinderile listate pe BVB sunt profitabilitatea și mărimea întreprinderii. Aceste rezultate sunt în conformitate cu studiile similare anterioare, care au vizat economiile dezvoltate, dar și cu unele studii efectuate în economii emergente.

Suntem de părere că această identitate de comportament financiar și-ar putea găsi explicația în deținerile semnificative ale întreprinderilor străine în capitalul celor mai importante dintre întreprinderile românești distribuitoare de dividende, un exemplu elocvent în acest sens fiind OMV Petrom S.A.

De asemenea, s-a observat că rata de retenție are o influență de 90% asupra dividendului, ceea ce semnifică faptul că sursa distribuțiilor de dividende este profitul anual obținut, în cazuri excepționale distribuțiile făcându-se în cursul exercițiilor financiare în care s-a înregistrat pierdere sau peste nivelul profitului obținut în exercițiul financiar curent.

Cu toate acestea, distribuția de dividende în cifră absolută nu conține decât informații despre fluxurile de ieșiri, dar prin cel de-al doilea set de regresii au fost studiate legăturile între un indicator al politicii de dividende (rata de distribuție) și caracteristicile întreprinderii. Rezultatele arată că nu s-au putut determina factorii cu care politica de dividende să se coreleze puternic, iar variabilele de control nu prezintă legătură statistică semnificativă.

Al treilea set de regresii confirmă rezultatele primului set, în sensul în care capacitatea de a produce resurse distribuibile aparține întreprinderilor care au performanță atât financiară, cât și economică.

În fine, al patrulea set de regresii lămurește că elementele politicii de dividende determină în proporție de 87% eficiența utilizării capitalului propriu, corelată cu posibilitatea statistică de eliminare din regresia care studia legătura dintre distribuiri și performanță a indicatorului care cuantifica poziția managerului asupra performanței (ROA), ne-a făcut să

ne îndreptăm spre concluzia poate cea mai interesantă a studiului nostru: prevalează perspectiva acționarului asupra performanței întreprinderilor listate pe BVB și, în consecință, decizia asupra distribuirii îi aparține acestuia.

Condiționarea se sprijină și pe constatarea că resursele care se află la dispoziția întreprinderii depind aproape în totalitate de acționari (concluzie rezultată din influența slabă a constrângerilor financiare asupra ratei de distribuire). Cum acționarii participă la finanțarea întreprinderii, de regulă, prin decizia asupra repartizării profitului și prin participarea la constituirea ori majorarea capitalului social, este explicabil de ce întreprinderile distribuitoare de dividende listate pe BVB manifestă o vădită dependență față de aceștia și imperativele lor.

România face parte din grupul țărilor care au un model de guvernanță corporativă închis, în care controlul asupra întreprinderii se exercită de către acționarii cu poziție de control, și în care structura acționariatului întreprinderilor listate este concentrată, ceea ce favorizează manifestări de tipul comportamentelor absolutiste, discreționare, din partea unui acționar, de regulă majoritar, în contrast cu poziția managerilor. În plus, în ceea ce privește persoana acționarului, piața de capital din România este arondată piețelor de frontieră, acolo unde este plauzibilă imposibilitatea decelării unei politici de dividende la nivelul unei întreprinderi, deoarece participarea capitalului străin la capitalul întreprinderilor de naționalitate română care sunt distribuitoare de dividende poate induce distorsiuni asupra politicii de dividende a entității autohtone, în sensul în care există o politică de dividende la nivelul grupului din care entitatea listată pe BVB face parte care nu permite identificarea resorturilor care sunt fundament al distribuirilor în România.

Avantajul unei atare situații, constă, după părerea noastră, în diminuarea, poate uneori chiar inexistența costurilor raporturilor de mandat (*agency costs*), iar principalul dezavantaj, în aceste condiții, este precaritatea poziției acționarilor minoritari. Așa fiind, protecția drepturilor acționarilor minoritari este plasată aproape exclusiv în exteriorul întreprinderii, aceasta putând proveni din amenajarea legislativă a drepturilor acționarilor minoritari (în special consacarea lor legislativă și impunerea unor condiții rezonabile privind exercitarea acestora), dar și din aplicarea efectivă a legii (adică acțiunea de materializare a drepturilor prevăzute de lege, în legătură cu care ne gândim îndeosebi la practica judiciară în materie de recunoaștere în refuzul distribuirii de dividende a unui potențial abuz al majorității).

În epilog, sunt indicate câteva arii de cercetare cu potențial crescut de investigare științifică în viitorul apropiat, dintre care cea mai semnificativă ar fi, în opinia noastră, studierea legăturii dintre politica de dividende și calitatea guvernancei corporative, măsurată printr-un indice de guvernare corporativă calculat pentru Bursa de Valori București, aflat actualmente în faze construcției.

(i). *Studierea legăturii dintre politica de dividende și calitatea guvernancei corporative, măsurată printr-un indice de guvernare corporativă al BVB.* Credem că studiile ce vor urma acestuia ar putea fi interesate de aprofundarea cercetării influenței pe care guvernarea corporativă o exercită asupra distribuțiilor de dividende pe piața de capital din România. Dat fiind că principiile guvernancei corporative au fost recent implementate din punct de vedere normativ, acțiune legislativă condiționată de necesitatea adoptării *acquis*-ului comunitar și realizată efectiv cu puțin înainte de data aderării României la Uniunea Europeană (2007), cercetarea prezentă poate fi completată, în viitor, cu studierea impactului pe care calitatea guvernancei corporative a întreprinderilor listate BVB îl are asupra politicii lor de dividende. O asemenea investigație nu este deocamdată posibilă deoarece pentru întreprinderile cotate pe BVB nu s-a construit un indice de guvernare corporativă, dar obiectivul este pe cale de a fi îndeplinit. Un model în acest sens l-ar putea reprezenta studiile deja realizate în alte piețe de capital emergente, așa cum este cazul Poloniei.

(ii). *Studierea legăturii dintre politica de dividende și fluxurile de numerar (cash-flow).* Se cunoaște că, în abordarea convențională, valoarea titlurilor unei acțiuni este dată de capacitatea întreprinderii respective de a genera fluxuri de numerar (*cash-flow*). Atunci când acestea există, într-o a doua etapă, intervine și problema controlului asupra destinației bogăției pe care întreprinderea a produs-o: pentru acționarii săi, pentru managerii săi, sau pentru categorii mai largi de deținători de interese, așa cum ar fi, de pildă, salariații sau comunitățile locale în care întreprinderea în cauză își desfășoară activitatea?

În opinia noastră, studierea legăturii dintre politica de dividende și fluxurile de numerar (*cash-flow*) ar putea pune în evidență gradul de participare al fiecăreia dintre categoriile enumerate adineaori la valoarea creată de întreprindere, și aceasta într-o măsură mai adecvată decât se poate realiza prin calcularea ratei de distribuire. Aceasta este un indicator aplicat asupra profitului net, deci căruia îi scapă, spre exemplu, cheltuielile (deductibile) angajate de manageri în cursul activității întreprinderii, în condițiile în care

puterea de decizie în legătură cu veniturile întreprinderii este incontestabilă, și ea se exercită înainte de determinarea profitului net. De asemenea, rezultatele unei astfel de investigații ar aduce contribuții semnificative la cunoașterea forțelor de care dispun, în urmărirea intereselor lor, principalii actori ai guvernantei corporative a întreprinderilor românești.

Firește, o condiție preliminară, pe care din nefericire nu am reușit să o îndeplinim aici, este aceea a accesului (ori a construirii) unor baze de date care să cuprindă informații detaliate despre fluxurile de numerar ale întreprinderilor listate pe BVB (cash-flow operațional, non-operațional și financiar). Informațiile publice, în acest sens, ori sunt disponibile în prea puțin numeroase cazuri încât să fie suficiente pentru prelucrări statistice, ori, atunci când pot fi consultate, detalierea lor este nesatisfăcătoare.

(iii). *Studierea legăturii dintre structura, respectiv naționalitatea acționariatului, și politica de dividende.* În concluziile studiului nostru am arătat că, în urma observațiilor perioadei 2003-2012, se poate consemna tendința de concentrare a distribuirii de dividende în jurul întreprinderilor de stat, dar mai ales a celor din industriile reglementate. Fiindcă piața de capital din România este o piața de frontieră, care funcționează într-o economie emergentă, iar literatura de specialitate a arătat că structura acționariatului și prezența corporațiilor transnaționale, adică a capitalului străin, sunt factori de influență specifici pentru politica de dividende a întreprinderilor din economiile emergente, credem că o direcție de cercetare distinctă poate fi avută în vedere pentru studiarea legăturii dintre structura, respectiv naționalitatea acționariatului, și politica de dividende. Adicional, s-ar putea să fie nevoie de identificarea canalelor prin care se propagă practicile de guvernare corporativă dinspre societatea-mamă înspre societatea din România și influența acestora asupra distribuirilor de dividende efectuate de acestea din urmă.