

Guvernanța întreprinderii, între clasicism și modernism

■

Niculae Feleagă

Profesor universitar doctor

Cristina Vasile

Doctorand

Academia de Studii Economice București

Abstract. *Corporate governance represents a complex concept, being an assembly of mechanisms used to set order into company leaders' decisions. The rules of corporate governance are the ones keeping the score between the economic entity's leaders and the third parties who invest their resources in the business. The corporate governance issue did not appear by hazard, but it resulted from the necessity to reconcile many business interests within a company (sometimes contradictory issues), especially the ones between the shareholders and the business leaders. The Anglo-Saxon view, in which the business power is given to the Equity items, is traditionally opposing the European (continental) vision, where focus is being made on the Stakeholders' interests. Within a world dominated by globalization issues, and where the financial markets evolve on an exponential curve, the two above mentioned corporate governance models ought to interact one with another in a constructive manner. Even if the corporate governance concept has developed recently, mainly during the last 25 years, its origins are rooted way back into the world history. Corporate governance is organically linked to the capitalist society and economy. After the 11 September attacks, many of the contemporary authors had the tendency to declare this date as the beginning of the XXIst century. If the 'Twin Towers' had hosted companies like: Tyco, Enron, Xerox, Wordcom and many other Stock Exchange-quoted businesses, it is likely that the financial crisis from 2000-2002 would have been differently perceived, and corporate governance had developed slightly different evolutionary mechanisms. A scientific article, based on the comparison between the classical and modern corporate governance experiences, would therefore suit the Romanian business environment.*

Key words: conceptual frameworks and corporate governance mechanisms; the principals and the agents, within the 'agency theory'; the governance of the governance; the free cash flow; shareholders' value.

■

1. Introducere

Studiul guvernanței întreprinderii poate fi plasat într-o perspectivă de lungă durată, în contextul istoriei capitalismului. Guvernanța întreprinderii este considerată, în mod fundamental, o problemă de natură sociopolitică, pentru înțelegerea și interpretarea căreia trebuie să facem apel la cunoștințe despre dreptul societăților, istoria economiilor naționale, sociologia organizațiilor, finanțele întreprinderii, piețele financiare și gestiunea portofoliilor

și contabilitate. A încerca să se răspundă asupra modului în care vor evolua, actualmente, sistemele de guvernanță a întreprinderii este o problemă de risc, în mod concret riscul de a fi dezmințit de o actualitate în plină schimbare în domeniul financiar. În acest context, perioada actuală poate fi analizată prin două judecăți de valoare: (i) conform unei prime judecăți, se impune a fi prezentată propagarea rapidă a modelului de guvernanță orientată spre acționari și criza

piețelor financiare care s-a declanșat la începutul prezentului secol; (ii) conform celei de-a doua judecăți, pot fi reperate încercările de experimentare a modelelor alternative de guvernare și perspectivele pe care acestea le oferă noilor soluții de reglare a societății capitaliste. În dorința de a-i da un statut științific cercetării, în acest domeniu, ne vom plasa, de multe ori, în lumea științelor de gestiune. Pe această undă, corpul teoretic al problemelor de guvernare a întreprinderii nu poate să fie bagatelizat. Se convine să-i înțelegem fundamentele, cu predilecție prin teoria agenției și aplicarea ei la diversele aspecte ridicate de practică. Printre altele, nu trebuie să neglijăm problemele implicate de asimetria informațională, consolidarea managerilor, procedurile ce se recomandă pentru a-i disciplina. Totodată, este necesar să se cunoască anumite instrumente de analiză financiară, folosite pentru a evalua performanțele entității, într-o optică de guvernare: finanțarea disponibilă (free cash flow), după ce s-au efectuat investițiile rentabile; opțiuni de cumpărare de acțiuni (stocks-options), distribuite conducătorilor și salariaților unei întreprinderi; valoarea adăugată economică: EVA (economic value added), calculată pe bază de date financiare; valoarea justă (fair value), valoarea contabilă estimată la prețul de piață. Pe plan instituțional, este necesar și este de dorit să se cunoască principalele recomandări care au fost prezentate în sistemele naționale de guvernare a întreprinderii în diferite perioade și în diferite țări. S-ar putea constata măsura în care aceste sisteme se apropie sau se îndepărtează de modelul nord-american, considerat astăzi de unii specialiști ca fiind universal. În planul manifestărilor prin care diverși actori ai guvernării se exteriorizează în viața psihică, trebuie analizate comportamentele conducătorilor întreprinderii, cât și al altor părți implicate, în special în instituțiile financiare partenere și cele însărcinate cu misiuni de control și de reglementare.

În contextul reflexiei solicitate de guvernare rămâne ca un factor definitoriu cel de natură culturală. Diferențele pot să fie respinse sau nu, plecând de la importanța care se acordă concurenței și rolului pieței, dispersiei capitalului societății, salariaților societății etc. Studiul guvernării nu este numai cel al mecanismelor și regulilor. El trebuie să integreze, de asemenea, o dimensiune etică și să țină cont de ansamblul componentelor entității în cauză. Concepția bazată pe patrimonialitatea acționarului, care domină de un deceniu, a avut darul să impună conducătorilor să ia în considerație interesul investitorilor și să creeze mai multă transparență. Totuși, toate elementele societății au un rol de jucat și de aceea este necesar să se prefigureze principii și o structură care să permită generarea interacțiunilor între manageri, acționari și alte componente

ale întreprinderii, de a ancora puternic relații durabile și care să aducă după sine multă încredere.

Deși modelul nord-american de guvernare a întreprinderii pare să se impună în multe țări și în numeroase întreprinderi, nu trebuie neglijate nici limitele și criticile pe care acesta le suscită. Argumentele se dezvoltă, în principal, pe două planuri complementare: problema dezvoltării pe termen lung confruntată cu riscul de financiarizare (globalizare excesivă a piețelor financiare) și de supralicitare a gestiunii pe termen scurt; problema tuturor părților participante (stakeholders) și a externalizărilor (outsourcing): o atare problemă se confruntă cu abordarea care privilegiază excesiv de mult acționarii (shareholders).

Ideile de mai sus schițează mai multe orientări, în mod aprioric diferite, în jurul cărora se situează dezbateră contemporană privind guvernarea întreprinderii și viitorul ei: pe de o parte, teza convergenței sistemelor de guvernare, reprezentată de puterea financiară nord-americană și adaptările progresive ale dispozitivelor și comportamentelor celorlalte țări; pe de altă parte, teza de repunere în cauză a acestei prime teze, ținând cont de excesele sale și de convulsiile generate, precum și de criza bursieră de la frontiera prezentului secol cu cel precedent, criză care anticipează aceste orientări; în sfârșit, teza reformei în sistemele de guvernare, plecând de la critica internă, în special în Statele Unite, fapt ce a condus la instalarea de noi reguli, și continuând cu apariția de noi comportamente, precum cele cunoscute sub sintagma de „socialmente responsabile”.

Tema performanței se situează în centrul problematicei contemporane a guvernării întreprinderii. Ideea-far a acestei problematicei este relativ simplă: o structură și mecanisme de guvernare bine concepute și articulate, care funcționează de manieră eficace, trebuie să conducă la un nivel ridicat de rentabilitate pentru entitate, generând astfel performanțe economice semnificative. Astfel de performanțe pot să garanteze un nivel înalt de randament financiar și o valoare bursieră a titlurilor apreciabilă pentru acționari. Atât pe plan teoretic, cât și la nivel empiric, legătura între guvernare a întreprinderii și performanță pare complexă, chiar problematică. Guvernare a întreprinderii și performanța sunt două concepte puse în relație, care au contururi și un conținut ce sunt departe de a fi în mod clar circumscrise. Guvernare a poate să fie variabilă în întindere, caracteristici și finalități, în funcție de perspectiva de analiză vizată. Este vorba numai de guvernare a pentru întreprinderile mari sau mature sau, de asemenea, de întreprinderi noi, în general în sectorul noilor tehnologii (start-up)? Concepția unui model de guvernare a trebuie să fie vizată de manieră stabilă, universală sau este vorba, mai degrabă, de a defini o structură și mecanisme specifice,

în funcție de țară, sector de activitate, tip de întreprindere și evolutive? Care ar putea atunci să fie impactul mediului instituțional, economic, financiar, concurențial și tehnologic asupra modelelor de guvernanta care predomină, la un moment dat, într-o anumită țară sau un anumit sector? Pe de altă parte, în amonte de articularea între guvernanta și performanță, se pune problema concepției firmei în cauză. Este vorba despre o viziune pur contractuală sau juridică, bazată în special pe drepturile de proprietate aferente diferitelor părți participante care sunt aporoare de capitaluri? Sau este vorba despre o manieră mai deschisă, de o viziune care ține cont de dimensiunea organizațională și cea evolutivă a întreprinderii? Este vorba numai despre aportorii de fonduri (acționari și creditori) și de conducători ai întreprinderii sau și de alți agenți și parteneri a căror acțiune poate să influențeze semnificativ asupra performanței entității?

Începând cu analiza fondatoare realizată de Berle și Means (1932), procesele de guvernanta a întreprinderii sunt concepute ca sisteme de reglementare a comportamentului managerilor entității și de definire a regulilor jocului managerial (Charreaux, 2004). În această optică, sistemul de guvernanta a întreprinderii corespunde, la modul general, ansamblului mecanismelor (organizaționale și/sau instituționale) care permit să mențină, să apere sau să restaureze interesele acționarilor, limitând puterile, forțând deciziile, definind sau redefinind latitudinea conducătorilor întreprinderii (Charreaux, 1997, pp. 471-493). Sistemele de guvernanta trebuie concepute și orientate pentru a disciplina diferitele părți participante astfel încât să se maximizeze eficiența, performanța sau valoarea întreprinderii. În acest cadru se înscriu abordările contractuale ale entității și guvernantei ei.

Noțiunea de profit în teoria neoclasică a întreprinderii a suscitat numeroase rezerve. O atare teorie și înțelesurile ei sunt depășite de teoria financiară care reține noțiunea de bogăție a acționarilor, interpretată ca valoare bursieră a ansamblului acțiunilor societății, cu alte cuvinte capitalizarea sa bursieră. Sub ipotezele de formă puternică de eficiență, de raționalitate și de simetrie a informării, această bogăție este egală, de asemenea, cu valoarea actuală a ansamblului dividendelor pe care acționarii le vor primi în viitor. Conform aceluiași ipoteze, maximizarea valorii fundamentale a entității pentru acționari corespunde maximizării valorii acțiunilor întreprinderii. Prin maximizarea bogăției acționarilor, teoria financiară menține argumentele macroeconomice acordate profitului, eliminând problemele controversate implicate de folosirea convențiilor contabile, a factorului timp și a factorilor risc. Poate să fie cu certitudine dificilă forma funcției „bogăție a acționarilor”, dar este relativ ușor să o măsoare la un moment dat.

Indisociabil creării valorii, guvernanta întreprinderii este o pârghie de neocolit într-o politică de maximizare a bogăției acționarilor.

Impactul structurii capitalului asupra performanței întreprinderii poate să fie analizat din două perspective. Prima constă în măsurarea performanței în funcție de gradul de concentrare a întreprinderii. Cea de-a doua revine în a studia impactul controlului exercitat de diferiți acționari (interni și externi) asupra performanței. De la analizele efectuate de Berle și Means (1932), raportul între concentrarea capitalului și performanța întreprinderii a făcut obiectul a numeroase lucrări teoretice și empirice. Pentru cei doi autori, atomizarea structurii capitalului, în marile întreprinderi, este la originea atât a divorțului între proprietatea și controlul acestor entități, cât și a creșterii în putere structurală a forței manageriale în cadrul acestora și, plecând de aici, a scăderii performanței în timp.

În această perspectivă, o diluare a capitalului între un număr important de acționari (mai mult sau mai puțin anonimi) are atunci tendința să permită înrădăcinarea sau consolidarea (entrenchment) managerilor (Shleifer, Vishny, 1989, pp. 123-139), în măsura în care acționarii acestor întreprinderi nu pot, în general (sau nu doresc), să suporte costul de control (sau costul de agenție) al conducătorilor. Dimpotrivă, o concentrare ridicată a capitalului în mâinile unui număr redus și identificat de acționari permite, de obicei, să controleze mai mult conducătorii, reducând astfel costurile de agenție generate de conflictele de interese potențiale dintre aceștia și, în modul acesta, să amelioreze performanța întreprinderilor pe care ei o conduc (Shleifer, Vishny, 1986, pp. 461-488, 1997, pp. 337-783).

În țările pentru care structura acționariatului este, în mod tradițional, dispersat (Statele Unite, Marea Britanie, Japonia etc.), concentrarea capitalului are un efect fie pozitiv, fie negativ, asupra performanței. În mod contrar, în țările dominate de o cultură de tip „părți participante” (stakeholders), ca de exemplu în Germania, Italia, Franța etc., concentrarea capitalului pare a avea un efect relativ negativ asupra performanței. Dincolo de studiile bazate pe legături presupuse între o structură națională dominată de acționariatul întreprinderilor și performanța lor, alte studii se focalizează mai mult chiar pe natura acționarilor. Numeroase studii consacrate problemei guvernantei întreprinderii caută să măsoare calitatea controlului exercitat de acționari asupra întreprinderii (Charreaux, 1995, pp. 135-172; Merle, 2000). La modul general, este vorba de a evalua rolul acționarilor majoritari asupra performanței întreprinderilor. În alte cercetări, este vorba de a măsura, în termeni de performanță, impactul controlului extern, în funcție de natura financiară sau nu a acționariatului.

Mecanismele interne de control acoperă, în mod tradițional, ansamblul mecanismelor instituționale instalate intenționat de către părțile participante (printre care, acționarii) sau de legiuitor, pentru a prezerva, a apăra sau a restaura interesele lor.

Mecanismele externe de control acoperă instrumentele de control generate de funcționarea spontană a piețelor. Este vorba, în mod esențial, de piața fuziunilor-achizițiilor și piața resurselor umane reprezentate de conducătorii de întreprinderi.

Ambele tipuri de mecanisme sunt într-o legătură organică cu performanța întreprinderilor.

2. Definiție și câteva repere istorice referitoare la guvernanta întreprinderii

Într-o accepție largă, se obișnuiește să se definească guvernanta întreprinderii ca un ansamblu coerent de dispozitive și de practici instituționale ale unei entități care permit să se facă legitime funcțiile de autoritate exercitate în mod direct de conducătorii și delegații ierarhici.

În societățile de capitaluri, dispozitivele cuprind, în zilele noastre: (i) organe de reprezentare, precum adunările generale ale acționarilor; (ii) organele executive ca, de exemplu, consiliul de administrație (CA) și președintele său, directoratul (Directory) și directorul general (DG); (iii) organele de control precum consiliul de supraveghere și comitetele de audit.

Coerența se realizează între, pe de o parte, procesele care procură autoritatea legitimă a conducerii și, pe de altă parte, procesele dezvoltate de entitate, procese care determină, în definitiv, performanța acesteia.

O întreprindere poate să fie ineficace, fie pentru că performanțele ei productive sunt scăzute, fie pentru că sistemul său de guvernanta este inadecvat (absența controlului managerilor, care conduc cu incompetență sau în mod corupt, pune în cauză permanent legitimitatea conducerii sau ierarhiei). Pentru descrierea unei întreprinderi, trebuie să distingem două niveluri:

a) guvernanta sa, adică mecanismele care fac legitime rolul conducerii și controlul ei, precum și, în consecință, puterea deciziei delegate conducătorului și adjuncților săi; indiferent că este scris sau cutumiar, este vorba de dreptul „constituțional” al întreprinderilor;

b) managementul său, adică exercitarea efectivă a puterii, luarea deciziilor de gestiune, cu consecințele lor asupra performanței finale; într-o anumită măsură, va fi vorba despre „politica economică” a întreprinderilor.

Dacă la primul nivel de descriere întreprinderea este văzută ca o instituție, la cel de-al doilea ea este considerată o organizație.

Guvernanta sau guvernarea întreprinderilor?

Expresia utilizată în lumea anglo-saxonă de guvernanta întreprinderii (corporate governance) a fost cel mai adesea tradusă în mediul academic francez prin guvernarea întreprinderii (gouvernement d'entreprise). Este și traducerea acceptată de unii specialiști români.

Chiar dacă, după cum știm, „utilizarea determină limbajul”, nu putem să recurgem la această modă; în același timp, pentru motive lingvistice evidente, cuvântul englezesc governance este distinct de cuvântul government, și din motive de fond: guvernanta vizează un dispozitiv care implică în același timp instituții, relații, reguli și comportamente, adică mai mult decât structura reprezentată de cuvântul guvernare (Pérez, 2003). Această distincție, catalogată la nivelul entității, este credibilă la nivelul unei națiuni. Guvernanta publică nu conduce la guvernare, chiar dacă este normal să raționăm că aceasta din urmă este un proces al primului termen.

Traducerea cuvântului anglo-saxon corporate poate, de asemenea, să fie discutată. Contextul american face implicit referință la „public corporates”, adică la societățile care fac apel la economisirea publică, în mod clar, la marile societăți cotate la bursă (Pérez, 2003).

Ca atare, vom accepta că traducerea cea mai apropiată de realitate a sintagmei corporate governance este guvernanta întreprinderii și că analiza lingvistică a lui Pérez este justificată.

Geneza și evoluția guvernantei întreprinderii: un studiu al clasicismului în guvernanta

Practicile de guvernanta a întreprinderii sunt strâns legate de conceptul de întreprindere, din momentul în care apare separarea între părțile care participă la procesul în cauză, deținătoare de drepturi asupra unei entități, și mandatarii sociali însărcinați să conducă operațiile acesteia. Istoria economică este plină de exemple reprezentative:

(i) Comerțul din timpuri străvechi și guvernanta întreprinderilor comerciale

Un atare comerț, indiferent că se realiza pe calea terestră (caravanele) sau pe cea maritimă (navele), constituia prin excelență domeniul disocierii între deținătorii de drepturi și operatori. În mod tradițional, din motive legate concomitent de perioadele solicitate de astfel de operații comerciale, de sumele angajate, de riscurile asumate, la modul general responsabilul operațional al expediției nu era nici proprietarul mărfurilor escortate și nici vectorul folosit pentru transportul mărfurilor.

Dreptul caravanier, în măsura în care a rămas majoritatea timpului cutumă (deci, nescriș), aborda astfel de probleme de responsabilitate și, ca atare, de guvernanta.

În mod progresiv, dreptul comercial maritim, elaborat în cursul secolelor, era foarte explicit în legătură cu aceste

probleme, cu elemente și nuanțe sensibil diferite de la un cadru național la altul, chiar dacă era vorba despre un domeniu în care, prin excelență, conectarea acestor concepții și emergența regulilor internaționale au lăsat de dorit. În pofida acestor eforturi, de clarificare, problemele de guvernanta întreprinderii au rămas complexe, așa după cum s-a putut constata, în acești ultimi ani, în contextul litigiilor implicate de o serie de dezastru precum cel care reprezintă cazul Erika.

Comerțul din timpuri străvechi cu mărfuri a implicat, inevitabil, probleme de guvernanta. Totuși, ele nu își vor găsi răspunsuri adecvate decât prin intermediul instrumentelor situate la etajele superioare ale schimbului, așa cum sunt bursele, creditul și începuturile societăților de capitaluri (Braudel, 1985, p.38). Într-adevăr, dacă Renașterea a marcat importanța marilor porturi italiene (Veneția, Genova), într-o economie foarte mediteraneană, marile descoperiri au permis porturilor din Europa de Nord (Amsterdam și Londra) să afirme la rândul lor supremația unor noi instituții precum Compania Indiilor. Această din urmă societate engleză trafica mărfuri în Indiile occidentale. Incorporarea ei se realizează în 1600. Organizația se diversifică rapid, în jurul anului 1615 intrând în funcțiune două instanțe: Curtea proprietarilor, înzestrată cu putere reglementară și de orientare, și Curtea directorilor, formată din membri aleși de Curtea proprietarilor și însărcinată cu puterea executivă a companiei (Thiveaud, 1994, pp. 243-276). Pe o linie de progres, separarea între aportorii de capitaluri și responsabilii însărcinați cu operațiile de teren era remarcabilă, făcând din guvernanta întreprinderii o problemă majoră a acestei epoci.

(ii) Proprietarii funciari și guvernanta întreprinderilor agricole

Proprietatea funciară și conducerea în entitățile agricole reprezenta al doilea curent fondator al practicilor de guvernanta. El este la fel de consolidat în istorie ca și precedentul. Acest curent a căpătat forme diverse conform concepției referitoare la terenuri și la însușirea lor. În unele civilizații o atare concepție era de neacceptat în contextul sistemului social în vigoare. Astfel, feudalitatea și drepturile senioriale derivau dintr-o logică implicată de regalitate, și nu din principii de guvernanta în întreprinderii. În schimb, aceste principii se regăsesc în situația clasică a relațiilor între proprietarii funciari, pe de o parte, fermierii lor, intendenții, regizorii (vechilii) și alți agenți locali, pe de altă parte. Astfel de relații au făcut obiectul a numeroase reglementări și legi, constituind codurile rurale, modul de punere a lor în aplicare, conflictele inevitabile ce au dat naștere la o jurisprudență abundentă, care face parte din guvernanta întreprinderilor agricole, sursă alimentată din practicile tradiționale de guvernanta.

(iii) Revoluțiile industriale și creșterea exponențială a guvernantei întreprinderii

Revoluțiile industriale își găsesc epoca de desfășurare la sfârșitul secolului al XVIII-lea și secolul al XIX-lea. Ele au constituit un factor decisiv pentru dezvoltarea capitalismului occidental și i-au dat, în mod progresiv, caracteristicile ce îl caracterizează în bună măsură și astăzi. Nevoile de capitaluri pentru a face față investițiilor industriale au fost de dimensiuni uriașe și au putut să fie satisfăcute prin generalizarea unor instrumente instituționale care făcuseră loc experimentării în vremea capitalismului comercial: băncile, societățile de capitaluri și bursele de valori. Aceste instrumente poartă în sine elemente ale separării între deținătorii de drepturi patrimoniale și responsabilii manageriali, starea constituind fundamentul guvernantei acestui tip de întreprinderi.

Dreptul comercial și, în special, dreptul societăților au prevăzut, în mod explicit, aceste situații și au recurs la reglarea efectelor. Astfel, chiar conceptul de societăți în comandită se bazează pe distincția între cei doi actori majori ai guvernantei întreprinderii: aportorul de capitaluri (comanditarul) și antreprenorul, numit și gestionar (comanditul). Dispozițiile referitoare la societățile anonime încearcă să orienteze conflictele potențiale între cele două categorii principale de actori precizând, atât cât este posibil, prerogativele fiecăruia, prin intermediul dispozitivelor instituționale ale guvernantei întreprinderii. Dimpotrivă, aceste dispozitive instituționale nu puteau să fixeze competențele, cu excepția reamintirii unor principii generale. Să semnalăm că această perioadă istorică, acest mare secol al XIX-lea și cele două decenii care îl încadrează au reprezentat atât o creștere excepțională a economiilor occidentale, cât și un interval de crize de diferite naturi și intensități, inclusiv o aprofundare a modelelor de guvernanta a întreprinderii.

Două motive principale explică de ce „Cercetări asupra naturii și cauzele bogăției națiunilor”, lucrare scrisă de Adam Smith, pentru care prima ediție datează din 1776, a fost considerată drept text fondator al gândirii economice clasice.

Primul motiv ține de amploarea lucrărilor care abordează de o manieră sistematică ansamblul problemelor relative la economia politică, așa cum se prezintă ele la sfârșitul secolului al XVIII-lea. Această sinteză de idei vechi și noi a contribuit pe larg nu numai la succesul lui Smith, deoarece mai multe ediții s-au succedat în cursul vieții sale, dar ea s-a constituit în lucrare de referință pentru toți economiștii ulteriori, atât din Marea Britanie, cât și de pe continentul european.

Al doilea motiv, care nu este străin primului, constă în a patra parte a lucrării. Smith operează aici o grupare de

analize anterioare lui în două principale curente, pe care le califică prin denumirile de sistemul mercantil și sistemul agriculturii, supuse criticilor sale. Primului curent, reunind analizele autorilor pe care îi plasăm astăzi în curentul mercantilist, el îi reproșează că face o confuzie a bogăției cu abundența de metale prețioase și că face din comerțul exterior singura sursă de îmbogățire a națiunilor. Celui de-al doilea curent, corespunzător fiziocraților, el îi reproșează că limitează bogăția națională numai la produsele din agricultură și că ține să considere clasa meșteșugarilor, manufacturierilor și comercianților ca integral sterilă, adică neproducătoare de bogăție.

În câmpul de reflecție al guvernantei, să semnalăm neîncrederea lui Adam Smith față de directori. El remarca „Directorii acestor tipuri de companii fiind regizorii banilor care aparțin altora decât lor, nu putem deloc să ne așteptăm ca ei să aducă această vigilență exactă și grijulie pe care asociații o aduc adesea în mânuirea fondurilor lor.” (Smith, 1776, p. 401).

Remarcă: Această frază, adesea citată de Berle și Means (1932), a fost plasată ca explicație la articolul lui Jensen și Meckling (1976), pentru a sublinia continuitatea propozițiilor acestora din urmă. Premisele teoriei agenției sunt, într-adevăr, conținute în această observație și se va remarca referirea la statutul funciar (utilizarea termenului „regizor”).

Pe continentul european, gândirea economică clasică s-a demarcat de omologul ei britanic prin grija sa constantă de a defini obiectul și domeniul economiei politice. O problemă reprezentativă este furnizată de Jean – Baptiste Say, în 1803, cu prima ediție a Tratatului (său) de economie politică a cărui ambiție era să întemeieze „știința nouă” a economiei politice, pentru a face din aceasta o știință experimentală, pe aceeași undă cu celelalte științe ale naturii. În această perspectivă, el opune *politica* propriu-zisă, adică știința organizării societăților, *economiei politice*, care învață cum se formează, se distribuie și se consumă bogățiile. Aceste două domenii nu pot să fie confundate pentru că bogățiile sunt în mod esențial independente de organizarea politică.

Fondatori ai economiei politice, Adam Smith și J. B. Say au conceptualizat o reprezentare a întreprinderii puternic îndepărtată de teoriile actuale, netratând-o ca o organizație, ci considerând în mod concret antreprenorul, agent activ, pentru care tocmai activitatea creează entitatea. Acest agent, antreprenorul, vinde un produs pe piața sa și, pentru a produce această marfă, cumpără mijloace de producție, pe piețele acestor resurse.

Antreprenorul este în același timp șef de întreprindere și întreprinderea însăși. Conceptul de părți participante (stakeholders), în sensul actual al termenului, nu era conceptualizat încă, în acea epocă.

Punând antreprenorul ca formă canonică a întreprinderii, Smith și Say aduceau noi tușe sensului de guvernantă a întreprinderii. În acest sens, Say (1803) remarca „Antreprenorii din industrie nu sunt, pentru a ne exprima altfel, decât intermediari care reclamă serviciile productive necesare pentru un produs, în proporția cererii ce se face din acest bun. Cultivatorul, manufacturierul și negociatorul compară, în mod continuu, prețul pe care consumatorul vrea și poate să-l ofere pentru o marfă sau alta cu cheltuielile care vor fi necesare pentru ca aceasta să fie produsă”.

Un studiu al contemporaneității în guvernantă

Produs de răspândirea lucrărilor referitoare la valoarea acționarială (shareholder value) (Rappaport, 1987) și traducerea lor de cabinetele de consultanță, modelul bursier de guvernantă a întreprinderii a cunoscut un succes extraordinar, mai întâi în Statele Unite, apoi în celelalte țări ale lumii, cu predilecție în cursul ultimului deceniu al secolului trecut.

În privința Statelor Unite, ele reprezintă leagănul și piața cea mai importantă a guvernantei întreprinderii orientate spre acționari, denumirea sistemului fiind legată de modelul bursier. Acesta a fost cu atât mai mult agreat cu cât această țară este cea care cunoaște cea mai mare răspândire a portofoliilor de acțiuni în rândul populației (aproximativ 40 de milioane de acționari), ea având, totodată, cultura bursieră cea mai pronunțată. Gospodăriile americane depind nu numai de nivelul cursurilor, pentru a garanta pensiile lor prin capitalizare, ci, de asemenea, pentru unele dintre ele, o parte din veniturile lor curente.

Cea mai bună stare de sănătate a piețelor financiare, pe parcursul perioadei, le-a determinat adesea să se îndatoreze, în vederea cumpărării mai multor acțiuni, pentru a beneficia atât de creșterea cursurilor, cât și de efectul de levier.

Numeroșii actori ai scenei financiare erau reprezentați de: (i) gestionarii fondurilor de economisire (mutual funds), care câștigau atât clienți pentru produsele din ce în ce mai sofisticate, cât și marje alimentate, în special, de plusurile de valoare bursiere realizate; (ii) responsabilii fondurilor de pensii, care erau într-o situație comparabilă, la care se adaugă perspectiva acoperirii, în fiecare an, a celor mai bune dintre angajamentele lor vizavi de aderenți; (iii) băncile de orice natură, fie comerciale, fie de investiții, care vedeau evoluția afacerilor dezvoltându-se concomitent cu cea a piețelor financiare; (iv) analiștii financiari, brokerii, adesea legați de categoriile precedente, care erau satisfăcuți, în mod evident, de evoluțiile în curs de care ei beneficiau cu predilecție.

În contextul logicii unui sistem de guvernantă orientată spre acționari, conducătorii ar trebui să fie cei ce pierd

dintr-o atare evoluție. De fapt, situația a fost modificată din motive de utilizare în proporții uriașe a instrumentelor incitative, în special opțiunile pentru cumpărarea de acțiuni (stock-options).

Pentru noile întreprinderi (start-up), în plină expansiune, formula opțiunilor de cumpărare a titlurilor este adecvată situației coantreprenorilor dinamici, dar fără capitaluri. Ea le permite să-și constituie un capital, uneori semnificativ, în câțiva ani.

Pentru conducătorii marilor întreprinderi, a fost utilizată o formulă similară, dar care reprezenta, de data aceasta, renunțarea la privilegiile de odinioară. Nivelurile recompensei fiind foarte ridicate, succesul era astfel garantat.

Finanțele întreprinderii și teoria microeconomică ne indică faptul că primul obiectiv financiar este maximizarea bogăției acționarilor. Un atare obiectiv nu servește pur și simplu interesele proprietarilor. În mod complementar, regulile vor permite să se asigure că resursele limitate, de orice natură, sunt alocate, gestionate și folosite de manieră pe cât posibil de eficace, ceea ce se traduce prin maximizarea bogăției în sensul larg.

Dacă are meritul clarității și dacă permite degajarea unui indicator simplu și operațional de eficacitate a întreprinderilor, modul de prezentare a teoriei firmei ignoră, de manieră virtuală, numeroase alte componente (stakeholders) ale entității și, în special, salariații.

Teoria agenției ține cont, în mod cert, de lipsa de completitudine a contractelor întreprinderii, solicitând instalarea de mecanisme susceptibile să controleze oportunitățile managerilor, altfel spus capacitatea lor de a-și însuși o parte din renta organizației, în detrimentul acționarilor. În schimb, teoria agenției nu trage aceleași concluzii pentru alte contracte, cu toate că întreprinderea este considerată ca un nod de contracte.

3. De la disocierea proprietate-putere și construirea unei teorii manageriale a întreprinderii la teoria agenției în serviciul întoarcerii acționarului

Dezvoltarea mării industrii s-a realizat prin crearea societăților ce fac apel la economisirea publică. Ea s-a afirmat, începând cu mijlocul secolului al XIX-lea, în Europa ca și în Statele Unite și a condus la o separare din ce în ce mai marcantă între conducătorii acestor mari entități și un acționariat dispersat.

Amploarea acestei disocieri a fost relevată de mai multe lucrări, unele dintre cele mai reprezentative fiind evocate de noi anterior. Să nu pierdem din vedere și lucrarea lui Marris (1964). În încercarea sa de teoretizare a capitalismului managerial, Robin Marris se interoghează

asupra motivațiilor strategice ale conducătorilor marilor societăți cotate și asupra relațiilor lor cu acționarii. El formalizează funcția obiectivă a acestora printr-o funcție de utilitate lexicografică, a cărei expresie simplificată este de tipul $U = U(v, g)$, în care:

v reprezintă rata de evaluare a acțiunilor pe piața financiară, adică raportul market value/book value (cunoscut, în mod esențial, sub numele de rata lui Tobin);

g reprezintă rata de creștere a firmei, exprimată prin intermediul unui indicator reprezentativ (de exemplu, cifra de afaceri).

Mecanismul acestei funcții de utilitate lexicografică este următorul: atât timp cât v este mai mic decât o valoare v^* considerată ca satisfăcătoare, ținând cont, de exemplu, de riscul unei oferte publice de cumpărare (OPC), conducătorii încearcă să releve o astfel de rată și funcția lor obiectivă de tipul $U = U(v)$. În schimb, atunci când v atinge sau depășește v^* , conducătorii, debarasați de restricția de valorizare (creșterea firmei pe care ei o conduc), funcția lor devine de tipul $U = U(g)$. În pofida simplismului său, acest model exprimă cât se poate de clar un mod de guvernanta a întreprinderii centrat pe manageri și rareori controlul exercitat de acționari.

Pentru autorii care încearcă să construiască o teorie managerială a firmei, întreprinderea tinde să devină o entitate specifică, distinctă de proprietarii săi. Prin aceasta, problemele guvernantei întreprinderii se plasează la nivelul întregii lor semnificații. Conducătorii ei pot în mod legitim să dezvolte o strategie ale cărei obiective nu se identifică, sau se identifică numai în parte, cu cele ale acționarilor. Aceștia din urmă tind să devină, printre altele, furnizori de resurse ale întreprinderii sau de restricții mai mult sau mai puțin rigide, de care trebuie să se țină cont. Modelul propus de Marris ilustrează bine această concepție.

În fața succesului abordărilor manageriale ale entității, populația acționarilor nu putea să rămână indiferentă și trebuia să caute o ripostă adecvată. În plus, de la inițiativele provenind de la acționarii individuali sau grupați în asociații și de la cele care sunt generate de instituțiile de economii precum fondurile de pensii, trebuiau să se reconstruiască argumente teoretice care să legitimeze aceste inițiative. Teoria agenției a răspuns la această provocare. În 1976, Jensen și Meckling defineau relația de agenție ca reprezentând un contract în care una sau mai multe persoane recurgeau la serviciile unei alte persoane, pentru a îndeplini în numele lor o anume sarcină, fapt ce implica o delegare de natură decizională. Această teorie, care s-a manifestat, la mijlocul anilor 1970, prin mai multe contribuții majore, reprezintă mai multe curente de cercetare: lucrările școlii de la Chicago, în finanțele de piață (în special, opera lui Jensen, Fama); cele ale analizei organizațiilor (Alchian, Demsets); cele legate de înnoirea analizei drepturilor de

proprietate (Furubotn, Pejovich) și, în sfârșit, primele lucrări referitoare la agenție (Ross). Inovația principală a lui Jensen și Meckling este de a fi apropiat aceste curente cunoscute, dar până atunci foarte distincte, pentru a construi o nouă paradigmă, pe care literatura de specialitate o numește a finanței organizaționale.

Întreprinderea nu este aici reprezentată ca în forma ei canonică. Ea este un nod de contracte. Diferitele părți participante (aportorii de capitaluri, salariații, clienții, furnizorii etc.) sunt legate de un atare nod de contracte, grație ficțiunii juridice pe care dreptul comercial a autorizat-o creând aceste „persoane juridice”, numite societăți. Pentru fiecare parte, termenii contractului specifică, mai mult sau mai puțin în detaliu (de unde caracterul incomplet al contractelor), drepturile și obligațiile reciproce.

Două categorii de părți participante ocupă o poziție particulară:

- pe de o parte, acționarii, deoarece drepturile lor patrimoniale nu se exercită decât ca ultim resort, după ce toți ceilalți și-au putut manifesta și valorifica creanțele lor;
- pe de altă parte, conducătorii, deoarece ei dispun de o informare privilegiată prin poziția lor în organizație. Ei sunt insiders și pot să fie tentați să profite pentru a-și acorda avantaje particulare sau pentru a conduce firma într-o direcție care le este favorabilă.

Totuși, în relația între cele două categorii se manifestă o primordialitate a acționarilor. În ultimii zeci de ani, teoria agenției și autorii ei au adus la rampă o serie de elemente novatoare:

(i) conceptul de costuri de agenție (agency costs), relative la cheltuielile care trebuie să accepte să le angajeze acționarii, pentru a putea să controleze conducătorii;

(ii) conceptul de piață a controlului întreprinderilor (market of corporate control), prin intermediul ofertelor publice de cumpărare (OPC), ofertelor publice de schimb (OPS) și altor operații de luare în control;

(iii) piața managerilor, asupra căreia conducătorii se apreciază sau se depreciază, în funcție de performanțele lor;

(iv) conceptul de flux de trezorerie disponibil (free cash flow), indicator care permite să se aprecieze marjele discreționare de care dispun conducătorii, grad de libertate care se va conveni să se reducă.

4. Reflecții finale: între restabilirea încrederii investitorilor și interesele tuturor părților participante la mecanismele guvernantei întreprinderii

Multă vreme, studiile academice și practicile au fost focalizate pe o guvernanta a întreprinderii „orientată spre acționari” care a constituit modelul de referință în direcția

căruia au tins diferitele sisteme, cel puțin până la criza financiară a anilor 2000-2002.

Sistemul de guvernanta orientată spre acționari este, în fapt, bazat pe un model bursier, evoluția cursului acțiunii unei societăți cotate fiind socotită că sintetizează ansamblul performanțelor acestei societăți și că permite astfel tuturor actorilor vizați, în primul rând acționarilor și managerilor, să optimizeze deciziile și comportamentele lor.

În cursul ultimilor 10-15 ani, acest model s-a dezvoltat după o curbă exponențială. Totuși, el a suportat o criză declanșată la cumpăna dintre milenii (bula speculativă izbucnește în martie 2000, iar afacerea Enron, în octombrie 2001), criză majoră care a atins și modelele derivate din el.

Dacă procedăm la o analiză a modelului de guvernanta orientată spre acționar, suntem obligați să ne concentrăm asupra unor indicatori sau unor instrumente de gestiune caracteristice, majoritatea concepute în Statele Unite, dar a căror utilizare a devenit internațională:

- un indicator de finanțare, fluxul de lichiditate disponibil (free cash flow);
- un indicator de performanță, crearea de valoare bursieră sau valoare pentru acționar (shareholder value);
- un principiu de măsurare contabil, valoarea justă (fair value);
- un instrument incitativ, atribuirile de opțiuni de cumpărare de acțiuni (stocks options);
- un mecanism de disciplinare, ofertele publice de cumpărare – ofertele publice de schimb.

Statele Unite reprezintă țara cea mai atinsă de criza financiară de la începutul acestui secol. Congresul american a creat o comisie de anchetă asupra afacerii Enron, al cărui raport a fost remis în iulie 2002. Legea Sarbannes-Oxley, promulgată în aceeași lună, este destinată întăririi măsurilor de control. Prin aplicarea ei s-a încercat să se restabilească un climat de încredere față de conturile societăților cotate. Principalele dispoziții prevăzute au mers în următoarele direcții: (i) conducătorii sunt aduși să certifice personal conturile întreprinderii lor; (ii) auditorii financiari sunt ei înșiși controlați și supuși unei autorități de supraveghere; (iii) pedepsele suportate de cei ce au comis fraude (criminalitatea cu gulere albe) sunt agravante.

În forma ei cea mai simplă, teoria agenției se limita la dezbaterile referitoare la guvernanta întreprinderii ca o relație între acționar și manager, primul jucând rolul de principal, iar al doilea de agent, în pura tradiție de regizor al banilor altcuiva, formulă evocată de Adam Smith. O atare imagine pare un pic caricaturală și a făcut obiectul a numeroase critici. Cea mai mare parte dintre ele se fundamentau pe următorul argument: acționarii, dincolo de conducători, nu sunt singurii actori implicați în evoluția entității. Ceilalți actori sunt „părți participante”, fie prin

relații contractuale (bancheri și alți creditori, salariați, parteneri comerciali etc.), fie, la modul simplu, prin impactul activităților întreprinderii asupra mediului său.

Argumentul major al riscului asumat în cazul afacerilor defectuoase, care poate să antreneze falimentul entității, trebuie să facă el însuși obiectul reevaluării. De netăgăduit, dacă acționarii își asumă riscul de a-și pierde miza, alte părți participante, de asemenea, sunt susceptibile să suporte prejudicii mai mult sau mai puțin semnificative: (i) bancherul, în funcția sa de furnizor de credite, asupra rezultatelor și trezoreriei sale; (ii) salariații, asupra postului sau pensiei lor; (iii) furnizorii, asupra rezultatelor lor din exploatare sau asupra trezoreriei, în cazul semnalării de creanțe irecuperabile; (iv) colectivitățile publice, în special pe plan local, asupra veniturilor legate de zonele lor de activitate (taxe fiscale și parafiscale) etc. Din treaptă în treaptă, după mărirea întreprinderii și a mediului în care ea își realizează activitățile sale, practic întreaga economie a unei localități, a unei regiuni sau a unei țări poate să fie afectată.

Economiștii care au avut conștiința existenței unei multitudini de părți participante au opus o abordare pluralistă, *stakeholders theory*, concepției moniste a guvernantei întreprinderii.

Seminarul cu tema „Perspective de dezvoltare în dreptul românesc a sistemului de guvernantei corporative a societăților comerciale”, desfășurat la 12 octombrie 2005, la Institutul Național al Magistraturii, a avut loc în contextul unui proiect al Ministerului Justiției, sprijinit de Banca Mondială și CHF International, a urmărit identificarea de soluții pentru integrarea conceptului de guvernanta în dreptul comercial românesc.

ROSC (Reports on the Observance of Standards and Codes) privind evaluarea guvernantei corporative pentru România (prin prisma principiilor OCDE), formulând o analiză în aprilie 2004, la care s-au adăugat analizele ulterioare, a pus în evidență o serie de recomandări.

Un studiu sumar al stadiului de asimilare a principiilor, noilor cadre conceptuale, modelelor și practicilor de guvernanta întreprinderii, în țara noastră, generează pentru

noi următoarele concluzii, pe care le lansăm în acest articol, ca o continuare firească a unor puncte de vedere expuse anterior (Feleagă, 2006, pp. 11-12):

- mediul academic se situează într-o stare incipientă de asimilare a teoriei și practicii de guvernanta; predarea și formarea în spiritul modelelor de guvernanta și studiile de caz aferente nu realizează în rândul studenților decât cunoștințe sumare, lipsite de fundamentări;
- reforma cadrului de guvernanta în mediul economic și juridic românesc rămâne o problemă cantonată la cadrul legislativ și reglementar; nu am putea realiza o adevărată reformă dacă această problemă rămâne doar o sarcină a juriștilor;
- nu este evident modelul de guvernanta pentru care optează întreprinderile românești; vor opta societățile cotate în bursă pentru un model de guvernanta orientat spre acționari? Și dacă da, care este dispozitivul instituțional și instrumentele operaționale utilizate? Care sunt aspectele guvernamentale, la nivelul diverselor categorii de actori implicați în mecanismul de guvernanta?
- împărtășim punctul de vedere că, în țara noastră, într-o economie cu o piață financiară nesemnificativă, modelul de guvernanta mai adecvat este cel fundamentat de implicarea tuturor părților participante (stakeholders);
- modelul sau modelele aplicat(e) în economia României trebuie să asimileze procesul de convergență a sistemelor naționale de guvernanta la nivelul Uniunii Europene;
- se impune o analiză a consecințelor dezastrelor din economia românească, după 1990, în contextul lipsei practicilor de guvernanta întreprinderii;
- se impune un studiu fundamentat al guvernantei, la nivelul învățământului economic din țara noastră, cu implicații majore pentru absolvenții facultăților de profil economic (studiu în care să fie vizate, în egală măsură, aspectele conceptuale și cele practice).

Bibliografie

- Berle, A., Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York
- Braudel, F. (1985). *La Dinamyque du Capitalisme*, Paris, Flammarion, „Champs”
- Charreaux, G., „Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes”, *Revue d'Economie Industrielle*, Numéro spécial *Economie industrielle: Développements récents*, 1995
- Charreaux, G., „Le gouvernement des entreprises, dans *Encyclopédie des ressources humaines*”, Vuibert, Paris, 2003
- Charreaux, G., „Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises”, en *Le gouvernement des Entreprises*, Editions Economica, 1997
- Feleagă, N., „Proba europeană a guvernății întreprinderii românești”, *Revista de economie teoretică și aplicată*, serie nouă, Anul XIII, nr. 2 (497), aprilie, 2006
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., „Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, (1976)
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, MacMillan, New York
- Merle, I. (2000). *Gouvernance d'entreprises et performance: Une revue de la littérature empirique*, Commissariat Générale au Plan, Paris
- Pérez, R. (2003). *La gouvernance de l'entreprise*, Edition La Découverte, Paris
- Rappaport, A. (1987). *Creating Shareholder Value: the New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York
- Say, J. B. (1803). *Traité d'économie politique*, Paris, p. 53
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). „A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2
- Shleifer, A., Vishny, R. W. „Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 1, 1989
- Shleifer, A., Vishny, R. W., „Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, 1986
- Smith, A. (1776). *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, tr. fr., Paris
- Thiveaud, J. M., „De la gouvernance des grandes sociétés”, *Revue d'Économie Financière*, no. 31, 1994